



VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA  
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA EVROPSKÉ INTEGRACE

Devizové intervence České národní banky a konsekvence pro české hospodářství  
The Foreign Exchange Intervention of the Czech National Bank and the Consequences  
for the Czech Economy

Studentka:	Bc. Markéta Dolinová
Vedoucí diplomové práce:	Ing. Kateřina Dvoroková, Ph.D.

Ostrava 2015

VŠB - Technická univerzita Ostrava  
Ekonomická fakulta  
Katedra evropské integrace

## Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Markéta Dolinová**  
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**  
Studijní obor: **6210T004 Eurospráva**  
Téma: **Devizové intervence České národní banky a konsekvence pro české hospodářství**  
**The Foreign Exchange Intervention of the Czech National Bank and the Consequences for the Czech Economy**

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
  2. Měnová politika a instrumenty ČNB
  3. Analýza devizových intervencí ČNB a jejich účinků na českou ekonomiku
  4. Vyhodnocení dopadů devizových intervencí ČNB na potenciální přijetí eura
  5. Závěr
- Seznam použité literatury  
Seznam zkratk  
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce  
Seznam příloh  
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

- DE GRAUWE, Paul. *Economics of Monetary Union*. 2nd edition. Oxford: Oxford University Press, 2014. 280 s. ISBN 978-0-19-968444-1.  
JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice II: Měnová a kurzová politika*. Praha: Grada Publishing, 2013. 560 s. ISBN 978-80-247-4516-9.  
JUREČKA, Václav a kol. *Makroekonomie*. Praha: Grada Publishing, 2010. 336 s. ISBN 978-80-247-3258-9.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.


Vedoucí diplomové práce: **Ing. Kateřina Dvoroková, Ph.D.**

Datum zadání: 21.11.2014

Datum odevzdání: 25.04.2015



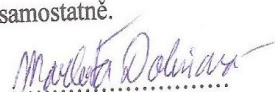
Ing. Boris Navrátil, CSc.  
vedoucí katedry



prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová  
děkanka fakulty

Prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracovala samostatně.

V Ostravě 23.4.2015

Handwritten signature of Markéta Dolinová in blue ink, written over a dotted line.

Bc. Markéta Dolinová

## **Poděkování**

Mnohokrát děkuji paní Ing. Kateřině Dvorokové, Ph.D. za její odbornou pomoc při vedení mé diplomové práce a za její vstřícný přístup. Mé poděkování patří též Ing. Iljovi Skaunicovi, Ph.D., MBA za jeho odbornou konzultaci, která pro mne byla velmi přínosná.

## Obsah

1. Úvod .....	5
2. Měnová politika a instrumenty ČNB.....	8
2.1 Česká národní banka.....	8
2.2 Institucionální zabezpečení ČNB .....	10
2.3 Nástroje ČNB .....	12
2.3.1 Přímé nástroje.....	14
2.3.2 Nástroje přímé i nepřímé .....	15
2.3.3 Nepřímé nástroje .....	16
2.4 Historický vývoj měnové politiky ČNB.....	19
2.4.1 Vývoj měnové politiky ČNB do roku 1997 .....	19
2.4.2 Vývoj měnové politiky ČNB po roce 1997 a cílování inflace .....	22
2.4.3 Měnová politika ČNB a světová finanční a hospodářská krize.....	25
2.5 Shrnutí kapitoly .....	26
3. Analýza devizových intervencí ČNB a jejich účinků na českou ekonomiku.....	28
3.1 Hospodářská krize a ekonomický vývoj v ČR do roku 2014.....	29
3.1.1 Vývoj hrubého domácího produktu a míry nezaměstnanosti .....	30
3.1.2 Vývoj přímých zahraničních investic .....	33
3.1.3 Vývoj míry inflace.....	37
3.2 Devizové intervence ČNB .....	38
3.3 Odborná diskuze .....	42
3.3.1 Devizové intervence z pohledu ekonomů.....	42
3.3.2 Reakce ČNB .....	45
3.4 Závěry makroekonomické analýzy.....	46
3.5 Shrnutí kapitoly .....	47
4. Vyhodnocení dopadů devizových intervencí ČNB na potenciální přijetí eura .....	49
4.1 Dopady devizových intervencí na českou ekonomiku .....	50

4.1.1 Vývoj měnového kurzu a míry inflace .....	50
4.1.2 Dopad na běžný účet platební bilance a ověření teorie J-křivky .....	53
4.1.3 Dopad na HDP a zaměstnanost .....	58
4.2 Dopady na potenciální příjem eura .....	60
4.2 Závěry a diskuze k dopadům devizových intervencí .....	65
4.3 Shrnutí kapitoly .....	69
5. Závěr .....	70
Seznam použité literatury .....	73
Seznam internetových zdrojů .....	75
Seznam zkratk: .....	87
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce	
Seznam příloh	
Přílohy	

# 1. Úvod

Díky světové hospodářské krizi došlo nejenom v celé Evropě, včetně České republiky, ke zpomalení hospodářského růstu a řada makroekonomických veličin se vyvíjela negativně. Navíc se Česká republika, stejně jako státy eurozóny, od roku 2013 potýká s dezinflačním vývojem, který je druhotným dopadem světové hospodářské krize. Česká národní banka již ke konci roku 2012 snížila úrokové sazby na minimum a na základě svých makroekonomických prognóz z roku 2013 predikovala, že pokud by nezahájila kurzové intervence, potom by se Česká republika v roce 2014 potýkala s deflačním vývojem, který by mohl trvat až tři čtvrtě roku. Toto rozhodnutí konzultovala taktéž s řadou centrálních bank a se samotným Mezinárodním měnovým fondem.

Tématem této diplomové práce jsou devizové intervence České národní banky a konsekvence pro české hospodářství, protože tato problematika je v současnosti velmi aktuální. Proto také ČNB na konci roku 2013 začala intervenovat na devizových trzích a v listopadu roku 2014 uplynul právě rok od zahájení devizových intervencí České národní banky.

Cílem této diplomové práce je vyhodnotit dopady devizových intervencí České národní banky na českou ekonomiku.

První hypotézou této diplomové práce je, že do počátku roku 2015 bude skutečná míra inflace korespondovat s makroekonomickou prognózou České národní banky z roku 2013, tedy že díky devizovým intervencím České národní banky bude skutečná míra inflace na konci roku 2014 a na počátku roku 2015 dosahovat hodnoty okolo 2 %.

Druhou hypotézou této diplomové práce je, že podle původního očekávání dojde během roku 2014 k růstu exportu a poklesu importu České republiky a dále, že na praktickém příkladu České ekonomiky bude ověřena teorie J-křivky.

Celá práce je rozčleněna do pěti kapitol, přičemž první kapitola je úvodní. Druhá kapitola je věnována České národní bance, jakožto tvůrci měnové politiky v České republice. V této kapitole jsou zmapovány historické a institucionální aspekty této finanční instituce a taktéž vývoj její měnové politiky, a to nejprve od roku 1997, kdy bylo rozhodnuto o změně jejího



hlavního cíle, a to ze zabezpečení měnové stability na zabezpečení cenové stability, a následně od roku 1998 až po současný vývoj. Část této kapitoly je taktéž věnována vývoji inflačních cílů České národní banky a vývoji samotné míry inflace v České republice.

Třetí kapitola se zabývá analýzou devizových intervencí České národní banky. Česká národní banka v listopadu roku 2013 vyhlásila asymetrický kurzový závazek vedoucí k oslabení kurzu koruny na hranici 27 CZK/EUR, což se stalo námětem pro řadu diskuzí, proto je také část této kapitoly věnovaná řešerši ze strany českých ekonomů a vyjádření se představitelů bankovní rady České národní banky k tomuto kroku. V této kapitole byl analyzován vývoj makroekonomických veličin v české ekonomice od roku 2007 do roku 2014, a konkrétně se jedná o tyto makroekonomické veličiny - míru inflace, export, import, příliv a odliv investic, hrubý domácí produkt, míru nezaměstnanosti a v neposlední řadě taktéž vývoj kurzu koruny vůči euru a jeho stabilitu. Tato časová řada byla vybrána na základě toho, že samotná světová hospodářská krize vypukla v roce 2007, v roce 2013 byly zahájeny devizové intervence ČNB a v roce 2014 uplynul právě rok od jejich zahájení. Nicméně díky nedostupnosti dat není v této kapitole analyzován vývoj přílivu a odlivu investic a HDP v PPS per capita za rok 2014.

Čtvrtá kapitola je orientována na vyhodnocení konsekvencí devizových intervencí České národní banky na české hospodářství a na potenciální přijetí eura, což bylo provedeno na základě makroekonomické analýzy ze třetí kapitoly a na základě vyhodnocení naplňování konvergenčních kritérií Českou republikou. Pro zpracování této diplomové práce byla použita řada odborné literatury a jako zdroje statistických dat zde byly vyhodnocovány zejména statistické údaje od ČNB (2015n), ČSÚ (2015d), EUROSTATU (2015c) A CZECHINVESTU (2015). V této kapitole je vyhodnocován vývoj české ekonomiky zejména v letech 2013, 2014 a v prvním čtvrtletí roku 2015, nicméně díky nedostupnosti dat musela být časová řada i v této kapitole často zkrácena.

V celé práci je aplikováno několik vědeckých metod, a to konkrétně analýza, syntéza, metoda historická, popisná, induktivní, deduktivní, vybraná metoda statistického zkoumání a metody komparace a explanace. Ve druhé kapitole byla použita zejména metoda popisná a historická. Ve třetí a čtvrté kapitole je kromě metody historické taktéž použita metoda dedukce, indukce, analýza, syntéza, vybraná metoda statistického zkoumání a metody komparace

a explanace. V této diplomové práci se taktéž mohou vyskytovat drobné statistické odchylky, zejména u vývoje míry inflace, a to díky tomu, že ČNB a ČSÚ pro přepočet a vyhodnocení dat často používají jinou metodiku.

## **2. Měnová politika a instrumenty ČNB**

Tato kapitola je věnována České národní bance (dále jen ČNB) a je rozdělena do dvou hlavních částí. První část první kapitoly je zaměřena na historické a institucionální aspekty ČNB, jako jsou např. události související se vznikem ČNB, právní úprava této finanční instituce, její institucionální zabezpečení a organizační struktura a dále na její kompetence a instrumenty, které používá k naplnění svého hlavního cíle, a to cenové stability.

Druhá část této kapitoly je zaměřena na vývoj měnové politiky ČNB, a to nejprve do roku 1997, kdy bylo rozhodnuto o změně jejího hlavního cíle, a to ze zabezpečení měnové stability na zabezpečení stability cenové. Dále je zde zmapován vývoj po roce 1998, kdy započalo samotné cílování cenové stability, a to až po současný vývoj, který byl silně ovlivněn světovou hospodářskou a finanční krizí, která se navíc v roce 2011, ve většině států Evropské unie, přelila v krizi dluhovou.

V rámci sledování vývoje měnové politiky České národní banky byly určité pasáže této kapitoly taktéž věnovány metodice výpočtu míry inflace v České republice, která se provádí prostřednictvím indexu spotřebitelských cen. Rovněž zde byl zkoumán vývoj a změna inflačních cílů, které byly prováděny v určitých intervalech až do roku 2010, kdy se inflační cíl ustálil na hodnotě 2 %. Současná světová hospodářská a finanční krize měla taktéž dopad na hospodářství ČR, kromě prvotního poklesu ekonomiky, taktéž přispěla k současnému dezinflačnímu vývoji, kterému česká ekonomika a ČNB, jakožto „banka bank“, v posledních letech musí čelit.

### **2.1 Česká národní banka**

Česká národní banka je, jak již z názvu vyplývá, centrální bankou České republiky (dále jen ČR) a dle Kunerta a Novotného (2008), potřeba jejího vzniku vyvstala díky událostem roku 1992, kdy došlo k rozpadu Československé federativní republiky a k zániku dosavadní společné měny, tedy Československé koruny. Vznik samostatné ČR byl doprovázen nutností vytvoření nové centrální instituce, která by spravovala nově vzniklou měnu, a to korunu

českou (dále jen Kč), a která by zároveň dohlížela nad celkovou měnovou a bankovní stabilitou v ČR.

Její vznik je zakotven v Ústavě ČR a její činnost se vyvíjí zejména v souladu se zákonem č.6/1993 Sb., O České národní bance, ve znění pozdějších předpisů. Poslední právní úprava tohoto zákona, dle ČNB (2013b), byla provedena v roce 2013, a to zákonem č. 227/2013 Sb., O České národní bance, ve znění pozdějších předpisů. ČNB (2013b) dále uvádí, že ČNB je právnickou osobou veřejného práva, z čehož vyplývá, že má způsobilost k právním úkonům, a to zejména k regulaci finančního trhu, které jsou jí svěřeny právním řádem ČR.

Hlavní cíl ČNB je dle ČNB (2013b) vymezen následovně: „*Hlavním cílem ČNB je péče o cenovou stabilitu. Česká národní banka dále pečuje o finanční stabilitu a o bezpečné fungování finančního systému v ČR.*“ V případě, že není ohrožena cenová stabilita, může ČNB dále svou činností napomáhat naplňovat ostatní cíle hospodářské politiky vlády a Evropské unie (dále jen EU), které vedou k udržitelnému hospodářskému růstu, kterého je tedy dosaženo v souladu se zásadami udržitelnosti životního prostředí. Její úkoly jsou dle zákona č. 227/2013 Sb., O České národní bance, ve znění pozdějších předpisů, explicitně stanoveny takto:

- ČNB určuje měnovou politiku,
- vydává bankovky a mince,
- řídí peněžní oběh, platební styk a zúčtování bank, zahraničních bank vykonávajících bankovní činnosti na území ČR prostřednictvím své pobočky a spořicích a úvěrových družstev, pečuje o jejich plynulost a hospodárnost a podílí se na zajištění bezpečnosti, spolehlivosti, efektivnosti platebních a vypořádacích systémů a na jejich rozvoji,
- vykonává dohled nad osobami působícími na finančním trhu,
- rozpoznává, sleduje a posuzuje rizika ohrožení stability finančního systému a v zájmu předcházení vzniku nebo snižování těchto rizik přispívá prostřednictvím svých pravomocí k odolnosti finančního systému a udržení finanční stability a vytváří tak makrobezpečnostní politiku,

- na základě svých kompetencí, které jí byly svěřeny zákony a ostatními právními předpisy, rovněž vykonává další činnosti.

## 2.2 Institucionální zabezpečení ČNB

Hlavním sídlem ČNB je hlavní město ČR, Praha. Nicméně v největších českých městech má ČNB také své regionální zastoupení, a to v Brně, Českých Budějovicích, Hradci Králové, Ostravě, Plzni, Praze a v Ústí nad Labem.

Kunert a Novotný (2008) v této souvislosti uvádí, že existence šesti regionálních poboček má pro činnost ČNB nezastupitelný význam, a to zejména kvůli propojení hlavního, pražského sídla ČNB s ostatními regiony. Jednotlivé pobočky tak plní jakousi funkci prostředníka, kdy jsou ve svém regionu zodpovědné za všechny měnové záležitosti. Mezi hlavní činnosti všech poboček ČNB, patří správa účtů klientů<sup>1</sup> ČNB, včetně státního rozpočtu, vykonávání dohledu nad směnitelností valut za devizy a naopak, a v případě potřeby naplnění svého hlavních cíle, provádí v daném regionu měnové intervence, tedy nákup a prodej měn, podrobněji viz ČNB (2015a).

Celkově jsou pobočky ČNB rozděleny do dvou kategorií, jak uvádí Kunert a Novotný (2008), přičemž rozhodujícím kritériem pro zařazení do dané kategorie, je míra zodpovědnosti jednotlivých poboček za správu nad měnovými rezervami. Do první skupiny spadají pobočky ČNB, které mají plnou zodpovědnost za správu měnových rezerv. Kromě tradičně hlavní pobočky v Praze, zde spadají také zastoupení v Brně, Hradci Králové, Ostravě a Plzni. Do druhé skupiny spadají dvě pobočky, které mají omezenou odpovědnost za správu měnových rezerv, nicméně plní také jiné specifické úkoly. V tomto případě se jedná o pobočku ČNB v Českých Budějovicích, která je mimo jiného, zodpovědná za pořádání různých seminářů, které jsou orientovány na odhalování padělání peněz. Druhá je pobočka v Ústí nad Labem, která se zase mimo jiného specializuje

---

<sup>1</sup> Klienti ČNB jsou organizační složky státu, příspěvkové organizace zřízené organizačními složkami státu, státní fondy a Národní fond. Od roku 2013 ČNB taktéž vede účty obcím, krajům, veřejným výzkumným institucím, veřejným vysokým školám a některým dalším institucím pro příjem dotací ze státního rozpočtu a státních fondů. ČNB nemá žádné soukromé klienty, s výjimkou vlastních zaměstnanců.

na shromažďování různých dat od nebankovních subjektů, na základě kterých vypracovává různé hodnotící zprávy a publikace.

Orgánem, který stojí na vrcholu organizační struktury ČNB je bankovní rada ČNB. Mezi její hlavní kompetence patří ustanovení hlavního směru měnové politiky ČR, dále volba vhodných nástrojů, prostřednictvím kterých bude ČNB intervenovat k dosažení svých cílů a volba opatření, která budou prováděna v souvislosti s dohledem nad finančním trhem, blíže viz ČNB (2013c).

Výše uvedené kompetence a povinnosti bankovní rady upravuje již zmíněný zákon č. 6/1993 Sb., O České národní bance, ve znění pozdějších předpisů, z něhož dále vyplývají také další pravomoci bankovní rady, a to například pravomoc schvalovat mzdu guvernérovi ČNB, schvalování rozpočtu ČNB či rozhoduje o tom, zda zaměstnancům, kteří o to požádají, bude umožněno provádět další samostatně výdělečnou činnost, či nikoliv, viz ČNB (2013d).

Bankovní rada<sup>2</sup> má sedm členů a jejími členy jsou guvernéř ČNB, 2 viceguvernéři ČNB a další čtyři členové. Jmenování a odvolávání členů bankovní rady je v kompetenci prezidenta republiky. Funkční období členů bankovní rady je stanoveno na šest let s možností jednoho prodloužení, které je však možné pouze v případě znovuzvolení jejich členů. Současné personální složení, tedy složení bankovní rady ČNB na počátku roku 2015, je zobrazeno v tabulce 2.1.

**Tabulka 2.1 Personální složení bankovní rady ČNB v roce 2014**

Bankovní rada ČNB							
Funkce	Guvernéř	Vice guvernéř	Vice guvernéř	Člen	Člen	Člen	Člen
Jméno	Miroslav Singer	Mojmír Hampl	Vladimír Tomšík	Kamil Janáček	Lubomír Lízal	Jiří Rusnok	Pavel Řežábek
Funkční období (začátek)	01.07. 2010	01.12. 2012	01.12. 2012	01.07. 2010	13.02. 2011	01.03. 2014	13.02. 2011

Zdroj: ČNB (2013e), vlastní zpracování

Bankovní rada ČNB měla do roku 2013 k dispozici dva poradní orgány, a to rozkladovou komisi a výbor pro finanční trh. Rozkladová komise má stále statut poradního

<sup>2</sup> Životopisy členů bankovní rady jsou umístěny v přílohové části.

orgánu bankovní rady ČNB, a to pro přípravu návrhů bankovní rady ČNB vydávaných ve správním řízení<sup>3</sup>. Výbor pro finanční trh byl poradním orgánem bankovní rady ČNB v oblasti dohledu nad finančním trhem od roku 2006 do roku 2013, kdy byl zrušen aktualizací zákona č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů, podrobněji viz ČNB (2013f).

## 2.3 Nástroje ČNB

ČNB je dle Klikové a Kotlána (2006) centrální bankou, která má vysokou míru nezávislosti, a to hned z několika důvodů. Jak již bylo zmíněno, tak členové bankovní rady jsou voleni prezidentem republiky, a ne vládou a jejich mandát je šestiletý, takže zde nedochází k překrývání funkčního období bankovní rady s mandátem vlády, jako celku, který je čtyřletý. Dle Revendy (2011, s. 220) je: *„Volba použití nástrojů centrální bankou mimo jiné závislá na stupni samostatnosti této instituce. U méně samostatných centrálních bank o použití nástrojů a jejich konkrétní podobě mohou částečně rozhodovat další subjekty.“* V případě vysoké nezávislosti ČNB je volba jejích nástrojů a jejich použití ve vysoké míře závislá pouze na jejím vlastním uvážení, blíže viz Jílek (2013).

Dle Revendy (2011) jsou nástroje měnové politiky prostředky, které slouží k ovlivňování různých kritérií, a tím i dosažení cílů měnové politiky. Nástroje měnové politiky lze dělit dle několika kritérií, přičemž, jak Revenda (2011) uvádí, tak zařazení některých nástrojů do daných skupin, nemusí být vždy jednoznačné. Sám autor uvádí několik kritérií členění, a to konkrétně četnost využívání, rychlost použití, cíl použití a dopad na bankovní systém.

Dle četnosti využívání nástrojů je Revenda (2011) rozčleňuje na nástroje permanentní a výjimečně používané. Dle kritéria rychlosti použití jsou nástroje rozdělovány na operativní a neoperativní. Dalším kritériem je cíl použití, podle kterého jsou nástroje centrální banky členěny na ty, které jsou zaměřené na regulaci operativního kritéria, a na ty, které jsou zaměřeny na regulaci zprostředkujícího kritéria a v neposlední řadě na ty, které jsou orientovány

---

<sup>3</sup> Dle ČNB (2015b), rozkladová komise vydává své stanovisko např. k rozkladům: „*Proti rozhodnutí ČNB, vydaným v prvním stupni*“, k podnětům: „*K zahájení přezkumného řízení*“ či k: „*Rozhodnutí soudu, kterým bylo rozhodnutí o rozkladu zrušeno a vráceno ČNB k dalšímu řízení*“. Tato usnesení rozkladové komise nemají pro bankovní radu závazný charakter. Jako konkrétní příklad správního řízení, může být uvedeno sankční správní řízení se společností Capital Partners, a.s, které bylo ukončeno v roce 2011, na základě toho, že této společnosti byla uložena nejvyšší přípustná pokuta 20 mil. Kč a na základě toho, že společnost ukončila svou činnost v oblasti obchodování s cennými papíry, podrobněji viz ČNB (2015c).

na podporu stability bank. Podle Revendy (2011), ale i jiných autorů, např. Jurečky a kol. (2010) nebo Klikové a Kotlána (2006), je nejdůležitějším kritériem členění nástrojů měnové politiky centrální banky, jejich dopad na bankovní systém a podle tohoto kritéria se rozlišují nástroje přímé a nepřímé.

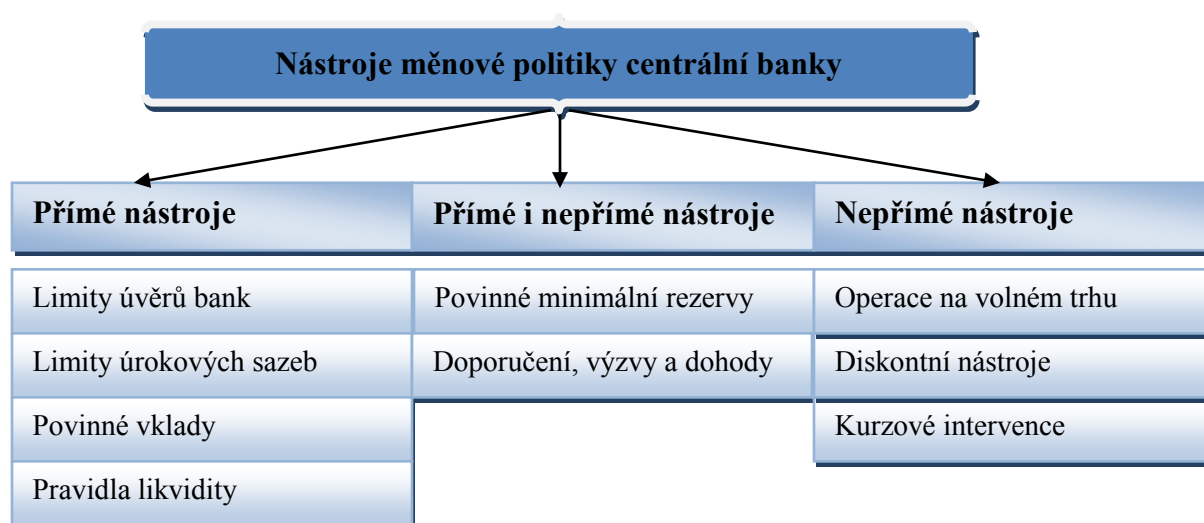
Přímé nástroje jsou dle Revendy (2011, s. 220): „*Svým způsobem tržní ekonomice cizí, neboť přímo dopadají do rozhodovacího mechanismu bank a omezují tak jejich podnikatelskou samostatnost.*“ Jurečka a kol. (2010) doplňuje, že se jedná o nástroje administrativní povahy. ČNB může přímé nástroje použít na všechny banky v ČR plošně nebo pouze na vybrané bankovní subjekty. Obecně se autoři shodují v tom, že ČNB se často neuchyluje k jejich použití, nicméně i tento typ nástrojů má ČNB k dispozici a může je použít v případě nutnosti regulace bankovního systému a dosažení či udržení bankovní stability v zemi. Jejich užití je dle Jurečky a kol. (2010) spíše výjimečné a Revenda (2010) doplňuje, že jsou užívány spíše krátkodobě.

Užití nepřímých nástrojů ČNB ovlivňuje všechny bankovní subjekty dané ekonomiky, díky čemuž také dle Jurečky a kol. (2010) ovlivňují působení tržních sil v dané zemi daleko méně než nástroje přímé. Proto jsou také, dle Revendy (2011) i Jílka (2013), užívány v daleko větším rozsahu a míře, než nástroje přímé.

V následující tabulce, tedy tabulce 2.2, jsou znázorněny jednotlivé typy přímých a nepřímých nástrojů a nástroje, které jsou na pomezí mezi těmito dvěma kategoriemi. Do přímých nástrojů jsou řazeny: limity úvěrů bank, limity úrokových sazeb, povinné vklady bank a pravidla likvidity bank. Na pomezí mezi přímými a nepřímými nástroji jsou potom: povinné minimální rezervy bank a doporučení, výzvy a dohody. Mezi nepřímé nástroje jsou řazeny operace na volném trhu, diskontní nástroje a kurzové intervence.



**Tabulka 2.2 Typy nástrojů měnové politiky podle jejich dopadu na bankovní systém**



Zdroj: Revenda (2011), vlastní zpracování

### 2.3.1 Přímé nástroje

**Limity úvěrů bank** jsou nástrojem centrální banky, kterých využívá za účelem regulace počtu úvěrů v ekonomice či za účelem ovlivnění krátkodobé úrokové míry. Dle Jílka (2013) jsou právě limity úvěrů bank společně s operacemi na volném trhu často považovány za nejučinnější nástroje měnové politiky. Kromě tedy již zmíněného vlivu na krátkodobou úrokovou míru, může být také uvažováno i o jiných dopadech, a to např. na rezervy bank a měnový kurz. V případě, že by centrální banka zavedla limity úvěrů bank, ceteris paribus by také mělo dojít ke snížení rezerv komerčních bank, protože dle makroekonomické teorie, dojde ke snížení poptávaného množství úvěrů těchto bank od centrální banky.

Nástroj **limity úrokových sazeb bank**, tedy stanovení maximální či minimální hodnoty úrokových sazeb bank, kterými banky úročí vklady či které požadují jako odměnu za poskytnutí úvěrů, je centrální bankou používán zejména k ovlivnění úrokové míry, ale může mít také dopad na rezervy bank či na měnový kurz, blíže viz Revenda (2011).

**Povinné vklady** se dle Revendy (2011, s. 249): „Vztahují na nebankovní subjekty, nejčastěji na některé centrální orgány (například ministerstva a státní fondy) a na vybrané podniky ve státním vlastnictví.“ V tomto případě se nemusí jednat o výlučné rozhodnutí centrální banky, ale může ho učinit na základě domluvy s vládou. Smyslem těchto operací

je donutit dané subjekty uložit si finanční prostředky u centrální banky a prostřednictvím ní provádět finanční operace, jako například peněžní převody, díky čemuž může centrální banka provádět dohled nad jejich financemi. Dalším důvodem pro využití tohoto nástroje je podle Revendy (2011, s. 250): „*Snaha o zamezení růstu rezerv bank nebo tlakům na zhodnocení domácí měny.*“

**Pravidla likvidity** jsou nástrojem, který je do nástrojů centrální banky zařazován často s připomínkami. Jejich hlavním smyslem je zabezpečit, aby komerční banky byly zabezpečeny potřebnou likviditou a tím zabezpečit určitou stabilitu bankovního systému dané ekonomiky, která je nezbytná pro její další příznivý vývoj. Jako příklad mohou být uvedeny povinné minimální rezervy obchodních bank, které si, výše uvedené banky, ukládají u centrální banky, viz následující podkapitola, blíže viz Revenda (2011).

### 2.3.2 Nástroje přímé i nepřímé

Mezi nástroje, které jsou na pomezí mezi přímými a nepřímými nástroji se, jak již bylo uvedeno, podle Revendy (2011), mohou řadit povinné minimální rezervy, doporučení, výzvy a dohody.

Centrální banka stanovuje pro každou obchodní banku povinnost vkladu určité výše **minimálních rezerv**, které banka musí v určitých finančních intervalech upsat na účet centrální banky. Pokud by tuto povinnost obchodní banky neplnily, potom by byly centrální bankou sankciovány. Mezi hlavní funkce tohoto nástroje, dle Jurečky a kol. (2010, s. 168), patří regulace: „*Úvěrotvorné a peněžotvorné schopnosti bank.*“ Povinné minimální rezervy mohou být také využívány jako zdroj pomoci od centrální banky, v případě, že se obchodní banky dostanou do tíživé finanční situace. Avšak Revenda (2011) sám uvádí, že využití povinných minimálních rezerv jako zdroje pomoci pro obchodní banky není v praxi příliš běžné, protože finanční potíže bank se obvykle projeví její neschopností splácet povinné minimální rezervy na účet centrální banky.

Dle Jurečky a kol. (2010) a také Revendy (2011) jsou povinné minimální rezervy, jakožto instrument centrálních bank, pouze doplňujícím nástrojem, který postupem času ztrácí na svém významu. Jurečka a kol. (2010) v této souvislosti doplňuje, že některé centrální banky

tento nástroj vůbec nevyužívají. Například Evropská centrální banka (dále jen ECB) od svého vzniku, tedy od roku 1999, změnila sazbu povinných minimálních rezerv pouze jednou, a to v roce 2012, jak vyplývá z ECB (2014), kdy výši povinných minimálních rezerv snížila ze 2 % na hodnotu 1 %. Výše povinných minimálních rezerv u ČNB je dle ČNB (2013g) dlouhodobě 2%.

**Doporučení, výzvy a dohody** jsou nástroje centrální banky, které nevyužívá plošně, ale uplatňuje je ve vztahu ke konkrétním komerčním bankám, a to dle Revendy (2011) nejčastěji za účelem změny přístupu či chování banky ke svým zákazníkům. Doporučení jsou instrumentem, kterým centrální banka dává najevo svou vůli vůči komerčním bankám, aby změnily své chování či přístup. Výzvy jsou faktičtěji formulovány a vyjadřují důraznější žádost centrální banky o změnu chování komerční banky. Dohody, nebo také gentlemen'ské dohody jsou většinou uzavírány v písemné formě a jsou závazným dokumentem. V případě nesplnění požadavků, které centrální banka formulovala, může také přistoupit k opatřením, které mohou být ve formě neposkytnutí finančních prostředků komerční bance či jiných opatření, proto jak Revenda (2011) uvádí, tak komerční banky ve většině případů přání centrální banky vyhoví bez větších prodlev.

### 2.3.3 Nepřímé nástroje

Mezi první typ nepřímých nástrojů patří **operace na volném trhu**, které jsou dle Revendy (2011) často pojímány jako nejúčinnější nástroj centrálních bank vůbec. Podle Jurečky a kol. (2010, s. 168) zahrnují: „*Nákup a prodej státních, popřípadě i některých dalších vysoce kvalitních obligací (dluhopisů) centrální bankou, s cílem ovlivnit úrokovou míru a vůbec dostupnost peněz.*“ Tyto operace probíhají mezi centrální bankou a komerčními bankami a dle Revendy (2011) může centrální banka obchodovat i s vlastními cennými papíry, avšak na rozdíl od ostatních cenných papírů, je musí centrální banka do ukončení jejich splatnosti získat nákupem zpět.

Dle makroekonomické teorie, prodej a nákup cenných papírů, s cílem ovlivnit množství peněz v oběhu, bude centrální banka provádět, podle toho, zda aktuální stav ekonomiky vyžaduje restriktivní či expanzivní opatření měnové politiky. Restriktivní měnová politika centrální banky

bude prováděna prostřednictvím prodeje cenných papírů, za které centrální banka získá peníze, které tímto způsobem z ekonomiky odčerpá a sníží tím jejich dostupnost. V případě expanzivní měnové politiky centrální banky bude tento finanční institut cenné papíry nakupovat, čímž dodá potřebnou likviditu do bankovního systému, blíže viz Jílek (2013).

Realizace operací na volném trhu má dle Revendy (2011) také dopad na rezervy komerčních bank. Pokud centrální banka prodává cenné papíry komerční bance, pak dojde ke snížení měnových rezerv komerční banky a naopak. V rámci tohoto mechanismu, však dochází také k ovlivňování krátkodobé úrokové míry, a to díky změnám krátkodobých úrokových sazeb. V případě růstu měnových rezerv komerčních bank dochází k poklesu krátkodobých úrokových sazeb, což však může mít i dopad na tuzemský měnový kurz, protože jak uvádí Jurečka a kol. (2010, s. 289), tak: *„Investoři budou hledat vždy vyšší výnos při dané míře rizika, a tudíž budou mít snahu přesunovat kapitál tam, kde úrokové sazby vzrostou.“*

Dle Revendy (2011) z hlediska působení na rezervy bank rozeznáváme tři základní druhy operací na volném trhu – přímé operace, repo operace a switch operace. **Přímé operace** zahrnují přímé nákupy či přímé prodeje cenných papírů centrální bankou, přičemž jejich smyslem není zpětný odkup těchto cenných papírů, takže dopad na rezervy bank je nenávratný. **Repo operace** zahrnují vždy dvě transakce. Centrální banka tak například prodá cenné papíry, avšak s cílem jejich budoucího zpětného odkupu, takže dopad na rezervy bank v tomto případě je pouze dočasný, tedy do období, než budou cenné papíry centrální bankou zpětně odkoupeny a rezervy komerční banky se v rámci této operace vrátí do původního stavu. U **switch operací** vždy dochází ke směně cenných papírů mezi centrální bankou a komerční bankou, avšak doba splatnosti cenných papírů se liší. Co se týče množství, tak vždy je směňováno stejné množství cenných papírů, takže zde vůbec nedochází ke změně rezerv bank. Banky si však vzájemně vyrovnávají rozdíl v úrocích cenných papírů.

**Diskontní nástroje** jsou dle Revendy (2011, s. 230): *„Historicky nejstaršími nástroji měnové politiky a v široké míře se používají do současnosti.“* Jejich hlavním úkolem je ovlivnění rezerv komerčních bank a změna krátkodobé úrokové míry, současně mají však i dopad na měnový kurz tuzemské ekonomiky. Autor dále uvádí, že mezi hlavní diskontní

nástroje, které slouží k regulaci rezerv komerčních bank, patří diskontní, lombardní a reeskontní úvěry.

**Diskontní úvěry** jsou dle Revendy (2011) velice snadným a nákladově velice přijatelným způsobem pro komerční banky a jiné finanční instituce, jak získat úvěr od centrální banky. Diskontní úvěry jsou však podmíněny některými zásadami, a to například, že komerční banka musí dlouho splácet předešlé diskontní úvěry, dále musí prokázat svou peněžní stabilitu či úvěr zaštitit vysoce kvalitními cennými papíry. Po splnění těchto a dalších podmínek, může komerční banka podle Revendy (2011, s. 232): „*Čerpat úvěry v podstatě automaticky.*“ Diskontní úvěry mají charakter krátkodobé půjčky, kdy doba jejich splatnosti nepřesahuje tři měsíce a často se jedná pouze o velmi krátkodobé dodání likvidity bankovnímu sektoru, kdy úvěr je splacen v rámci jednoho dne od nabytí půjčky.

**Lombardní úvěry** patří dle Revendy (2011) stejně jako diskontní úvěry, mezi půjčky krátkodobého charakteru. Jsou tedy opět poskytované s maximální dobou splatnosti tři měsíce a jejich nejčastější čerpání je tzv. overnight, tedy přes noc. Oproti diskontním úvěrům, však patří k o něco dražším zdrojům peněžních prostředků, protože je u nich o něco vyšší úrok. Pro představu ČNB (2014i) uvádí, že v roce 2012 byla diskontní sazba 0,05 % a lombardní sazba 0,25 %. Což je dle Revendy (2011) důvodem, proč komerční banky a jiné finanční instituce nejčastěji tento typ úvěru čerpají jednodenně. Nicméně získání takového typu úvěru je pro banky často velmi žádoucí, a to zejména v případě, když potřebují zvýšit množství svých rezerv, aby mohly splnit požadavky ČNB na upsání stanovené výše povinných minimálních rezerv.

**Reeskontní úvěry** jsou v řadě ohledů velmi podobné dvěma předcházejícím typům úvěrů, nicméně existují zde určité rozdíly. Revenda (2011) pojednává zejména o diferenci v oblasti kvality cenných papírů, které jsou podmínkou pro poskytnutí reeskontního úvěru. Požadovaná kvalita zastavených cenných papírů je v tomto případě nejnižší v komparaci s diskontními a lombardními úvěry. Revenda (2011) v této souvislosti doplňuje, že tento nástroj je komerčními bankami využíván zejména v případě, že již nemohou objem svých rezerv zvýšit prostřednictvím dvou výše uvedených úvěrů.

**Kurzové intervence**, jak již z názvu vyplývá, jsou dle Revendy (2011) prováděny cíleně centrální bankou, a to za účelem ovlivnění tuzemského měnového kurzu. V ČR je tato pravomoc

výhradně v kompetenci ČNB, avšak podle Revendy (2011) se toto v jiných zemích může lišit a kurzové intervence mohou být prováděny národní centrální bankou ve spolupráci s jinými orgány státní správy, například tedy s ministerstvem financí či specializovanými vládními úřady.

Tento typ intervencí není dle Revendy (2011) nikdy prováděn v hotovosti, ale v bezhotovostním styku a jedná se o prodej či nákup národní měny za měnu zahraniční. V tomto případě se jedná o tzv. přímé kurzové intervence. Revenda (2011, s. 240) v této souvislosti dodává, že přímé kurzové intervence jsou v praxi prováděny daleko častěji než tzv. nepřímé kurzové intervence, které dle výše uvedeného autora: „*Znamenají změny vlastních úrokových sazeb ČNB.*“ Možnost a četnost využívání kurzových intervencí se pro každou centrální banku liší, a to podle toho, jaký režim (systém) měnového kurzu je v dané ekonomice využíván.

## **2.4 Historický vývoj měnové politiky ČNB**

Následující podkapitola je dále rozdělena do několika dalších navazujících podkapitol, a to z důvodu nutnosti chronologického uspořádání historického vývoje měnové politiky ČNB. V této kapitole je nejdříve vyličen vývoj měnové politiky ČNB do roku 1997, kdy došlo ke změně jejího hlavního cíle, a to z udržování měnové stability na zabezpečení stability cenové. Následně je zde zmapován vývoj po roce 1997, který je již zcela zaměřen na naplňování nového hlavního cíle ČNB.

### **2.4.1 Vývoj měnové politiky ČNB do roku 1997**

Prvním úkolem ČNB bylo zabezpečení přechodu na novou měnu, což byl technicky velmi náročný proces. Jak již bylo uvedeno, tak ČNB byla ustanovena k 1. 1. 1993, nicméně koruna česká byla dle ČNB (2014a) poprvé zavedena do oběhu až 8.2.1993. Výměna starých peněz za Kč byla prvním úkolem ČNB, který byl organizačně velmi náročný, a to dle ČNB (2014b) z toho důvodu, že pouze bankovky o nominální hodnotě 100, 500 a 1000 Kč byly vypuštěny do oběhu v celkové hodnotě 72 miliard (dále jen mld.) Kč. Zároveň vznikla i úplně nová bankovka, jejíž nominální hodnota činila 200 Kč a kterých bylo do oběhu vypuštěno v celkové hodnotě 5 mld. Kč.

Navíc dle ČNB (2014a) byly během roku 1993 nově raženy i mince v nominální hodnotě 10, 20 a 50 haléřů a 1, 2, 5, 10, 20 a 50 Kč. Do roku 1996 byly taktéž do oběhu přidávány bankovky v nominální hodnotě 20, 50, 2000 a 5000 Kč. Od roku 2003 byly postupně z oběhu stahovány haléře a bankovky v nominální hodnotě 20 a 50 Kč, které dnes již platným oběživem nejsou.

Hlavní cíl ČNB byl při jejím vzniku, dle ČNB (2014c), zaměřen na zabezpečení měnové stability, tedy stability měnového kurzu a tuzemských cen, které mělo být dosaženo prostřednictvím cílování peněžní zásoby. Dále dle Revendy (2011), Vencovského a kol. (2005) byl ustanoven pevný měnový kurz<sup>4</sup> s flukтуаčním pásmem  $\pm 0,5$  %, takže intervence ČNB k udržení nominálního měnového kurzu byly v této době velmi běžné.

Pro následující období je dle Jílka (2004) charakteristický rychlý hospodářský růst, kterému napomáhala rostoucí agregátní poptávka, problémem však byla nedostatečně pružně reagující agregátní nabídka. Jílek (2004) v této souvislosti uvádí, že agregátní poptávka se zvyšovala z několika důvodů, a to např. díky růstu nominálních mezd, který neodpovídal růstu produktivity práce nebo díky růstu přílivu zahraničního kapitálu, který byl způsoben nejenom vyšší liberalizací dovozu kapitálu, ale i rozdílem mezi domácí a zahraniční úrokovou mírou, tedy úrokovým diferencíálem, který byl vysoký a který investory lákal. V roce 1995 také dle Vencovského a kol. (2005) se s českou měnou začalo obchodovat na mezinárodních finančních trzích, díky čemuž vyvstala hrozba spekulativních nákupů a prodejů Kč.

Jenomže postupně docházelo k přehřívání ekonomiky a k tlakům na zhodnocení domácí měny, a to díky přílivu spekulativního kapitálu, na který ČNB v roce 1996 zareagovala rozšířením flukтуаčního pásma měnového kurzu na  $\pm 7,5$  %, devizovými intervencemi a také navýšením krátkodobých úrokových sazeb jako např. lombardní sazby<sup>5</sup>, která byla navýšena na úroveň 50 %. Vývoj lombardní sazby ČNB v letech 1993–2013 je možné spatřit v grafu 2.1, nicméně lombardní sazba byla často v rámci jednoho roku několikrát měněna. V letech 2000, 2011 a 2013 nedošlo ke změně lombardní sazby. Současná lombardní sazba, která dosahuje

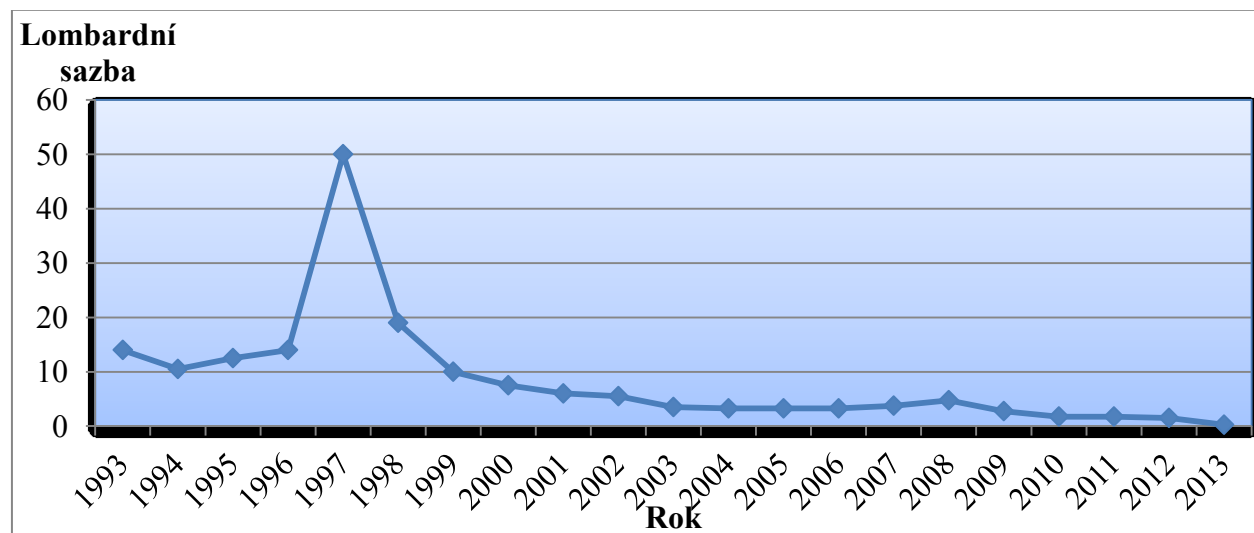
---

<sup>4</sup> Měnový kurz byl zafixován k hlavním světovým měnám, tedy k americkému dolaru, britské libře, francouzskému franku, japonskému jenu a německé marce.

<sup>5</sup> Úplný vývoj lombardní sazby ČNB v letech 1993–2015 je součástí přílohové části.

0,25%, byla ustanovena v listopadu 2012 a v srpnu roku 2013 bankovní rada učinila rozhodnutí tuto hodnotu ponechat beze změny.

**Graf 2.1 Vývoj lombardní sazby ČNB v letech 1993–2013**



Zdroj: ČNB (2015d), vlastní zpracování

Zároveň docházelo k růstu českého importu, který byl dle Jílka (2004) enormní a který v roce 1996 způsobil schodek běžného účtu platební bilance ve výši 8 % HDP. Na růst importu zareagovala vláda až v roce 1997, kdy byla přijata opatření na snižování vládních výdajů s cílem zastavení přehřívání ekonomiky.

Jílek (2004) dále uvádí, že v roce 1997 došlo k bankovní krizi, která byla spojena s kuponovou privatizací, kdy banky skupovaly akcie privatizujících se podniků a v případě, že se podniky dostávaly do tíživé finanční situace, je banky, de facto jako část svého vlastnictví, nenechaly upadnout a prostřednictvím úvěrů jim dodávaly potřebnou likviditu. Tento a další faktory ve spojitosti s měnovými krizemi, které se začaly rozvíjet v řadě světových ekonomik<sup>6</sup>, vedly k vyústění měnové krize Kč.

Na měnovou krizi české koruny ČNB zareagovala snížením rezerv bank, přímými nákupy koruny za zahraniční měny a zvýšením krátkodobých úrokových měr, nicméně nebyla schopna čelit spekulativním útokům na Kč a v roce 1997 se rozhodla opustit režim pevného měnového kurzu a přešla na režim plovoucího kurzu, a to konkrétně na tzv. špinavý floating.

<sup>6</sup> Měnové krize v této době probíhaly např. v Argentině, Mexiku či Rusku.



Přechod na jiný měnový režim dle Revendy (2011) vedl ČNB k přetransformování jejího hlavního cíle, a to z měnové stability na stabilitu cenovou, viz ČNB (2013c) či Jílek (2004).

#### **2.4.2 Vývoj měnové politiky ČNB po roce 1997 a cílování inflace**

Jak již bylo uvedeno, tak v důsledku měnové krize, která vypukla v roce 1997, se ČNB rozhodla přejít na plovoucí měnový kurz. V roce 1997 dále došlo k depreciační měnového kurzu, což mělo za následek, že míra inflace dosahovala hodnoty okolo 10 %, viz ČNB (2014d). Jelikož vysoká míra inflace a naopak vysoká deflace, společně s vysokou mírou nezaměstnanosti jsou dle Jurečky a kol. (2010) odbornou veřejností obecně pojímány jako nejzávažnější ekonomické problémy a nejiný názor na vysokou míru inflace má i ČNB, která se v roce 1997 rozhodla změnit svůj hlavní cíl a přejít na cílování inflace. Tato politika ČNB začala být realizována od roku 1998, jak potvrzují oficiální zdroje ČNB (2014d). Dále je možno vyčíst např. z ČNB (2014e), že ČR se stala první zemí, která byla v minulosti satelitem Svazu sovětských socialistických republik (dále jen SSSR), která přešla na inflační cílování.

Obecně může být uvedeno, že růst cenové hladiny - tedy inflace, není škodlivá, pokud je stabilní a nízká. Právní úprava nového hlavního cíle měnové politiky ČNB byla dle ČNB (2014d) provedena až v roce 2001, a to revizí nejenom Ústavy ČR, ale také změnou znění zákona o ČNB. Z výše uvedeného zdroje je taktéž možno vyčíst, že politika cílování inflace brzy přinesla své ovoce, protože od roku 1998 do roku 1999 míra inflace klesla o více než sedm procentních bodů a hodnota míry inflace již na počátku roku 1999 oscilovala okolo 3 %.

Podle ČNB (2014e) postupně docházelo k úpravám a změnám systému cílování inflace. Do roku 2002 se míra inflace sledovala pomocí indexu spotřebitelských cen (dále jen CPI), ve kterém však nebyly zahrnuty změny regulovaných cen a nepřímých daní. Postupem času byly ustanoveny další výjimečné komodity, jejichž ceny nemusely podléhat obecnému inflačním cílům, a to podle ČNB (2014e) např.: „*Světové ceny surovin, energií a komodit*“, ceny zemědělské produkce apod. Hlavním důvodem pro udělení této výjimky bylo, že měnová politika ČNB mohla jen stěží tyto ceny ovlivňovat.

Výše uvedený systém sledování míry inflace se do povědomí veřejnosti dostal pod názvem - čistá inflace. Od roku 2002 byla míra inflace taktéž sledována pomocí CPI,

avšak již s jiným složením spotřebního koše, který byl v průběhu dalších let taktéž revidován. Kromě samotného složení spotřebního koše v průběhu času také ČNB postupně upravovala svůj inflační cíl, viz ČNB (2014f). Blíže o změnách a složení spotřebního koše a úpravách inflačního cíle ČNB, viz dále.

Dle Jurečky a kol. (2010, s. 113) CPI: „Odráží změny cen výrobků a služeb, které kupují domácnosti. Měření vývoje cenové hladiny pomocí tohoto indexu je založeno na srovnání nákladů na nákup typického spotřebního koše výrobků a služeb ve dvou srovnávaných obdobích.“ Tento index je založen na mechanismu srovnání hodnoty určitého spotřebního koše v cenách běžného roku oproti hodnotám stejného spotřebního koše v cenách období, které je zvoleno jako období základní. Výsledná hodnota indexu je vyjádřena v procentech. Obecný výpočet tohoto indexu je následující:

### Vzorec 2.1 Výpočet CPI

(1)

$$CPI = \frac{\sum Q_0 \times P_1}{\sum Q_0 \times P_0} \times 100$$

kde:

$Q_0$  spotřební koš v základním období,

$P_0$  ceny statků spotřebního koše v základním období,

$P_1$  ceny statků spotřebního koše v běžném roce.

Zdroj: Jurečka a kol. (2010, s. 113)

Z údajů Českého statistického úřadu (dále jen ČSÚ) je možno vyčíst, že spotřební koš je tvořen statky a službami běžné spotřeby a zahrnuje, jak ceny různých druhů potravin např. brambor, pečiva, rýže, těstovin, ale i hotových jídel, dále různé ceny nápojů např. čaje a kávy, následně ceny oblečení a obuvi, automobilů, ceny komodit jako ropy či uhlí a ceny vybraných služeb jako např. vstupu do divadla či kina, cenu MHD, televizní a rozhlasový poplatek. Statky a služby ve spotřebním koši, se postupem času mění a jsou nahrazovány jiným výrobkem, který je však srovnatelný, např. v roce 2011 byly pánské bavlněné kalhoty nahrazeny dětskými jeansovými kalhotami.

Jak již bylo uvedeno, tak inflační cíl ČNB v průběhu let nebyl jednotný a dle potřeby se měnil. Dle ČNB (2014f) o změně inflačního cíle rozhoduje prostřednictvím hlasování bankovní rada, která má rovněž pravomoc rozhodovat o nástrojích, které budou použity k dosažení hlavního cíle. Nejčastěji bývají používány operace na volném trhu a bankovní rada v této souvislosti dále rozhoduje o změnách repo sazeb.

Obecně může být uvedeno, že se hodnota cílové míry inflace od roku 1998 postupem času snižovala, s výjimkou roku 2000, kdy maximální hodnota míry inflace oproti předcházejícímu roku vzrostla o 0,5 procentních bodů, až do doby, kdy se v roce 2010 ustálila na hodnotě 2 %, a to z důvodu shodnosti s inflačním cílem ECB. Z ČNB (2014f) dále vyplývá, že inflační cíl pro rok 1998 byl ustanoven v rozmezí 5,5–6,5 %, v roce 1999 v rozmezí 4–5 %, v roce 2000 v rozmezí 3,5–5,5 % a v roce 2001 bylo inflačním cílem udržení míry inflace v pásmu 2–4 %. Během těchto let byla míra inflace sledována prostřednictvím tzv. čisté inflace, viz výše.

Inflační cíl pro rok 2002–2004 byl v rozmezí 3–5 % a v roce 2005 se inflační cíl snížil na rozmezí 2–4 %, viz ČNB (2014f). Z výše uvedeného zdroje dále vyplývá, že v letech 2006–2009 byl inflační cíl 3%. A v roce 2009 bankovní rada ČNB rozhodla, že s platností od roku 2010 bude ČNB sledovat 2% inflační cíl, a to až do doby, kdy se Česká republika připojí k Evropské měnové unii (dále jen EMU) a tedy přijme společnou měnu EU, tedy euro. Vývoj inflačního cílování ČNB je pro přehlednost dále zobrazen v tabulce 2.3. ČNB do roku 2009 používala pásmové cílování inflace, bylo tedy zvoleno určité pásmo, v němž se míra inflace měla pohybovat. Od roku 2009 ČNB začala sledovat bodovou míru inflace, tedy stanovila určitý bod, a to 2%, v jehož těsné blízkosti by míra inflace měla oscilovat.

**Tabulka 2.3 Vývoj inflačního cílování ČNB**

Vývoj inflačního cílování ČNB								
Rok	1998	1999	2000	2001	2002	2005	2006	2010
Inflační cíl (%)	5,5–6,5	4–5	3,5–5,5	2–4	3–5	2–4	3	2
Plnění k roku	1998	1999	2000	2001	2004	2005	2009	2010>

Zdroj: ČNB (2014f), vlastní zpracování

### 2.4.3 Měnová politika ČNB a světová finanční a hospodářská krize

Dle ČNB (2014g) cílování inflace ČNB bylo neproblematičtější od vypuknutí hospodářské krize v ČR, tedy od počátku roku 2008 a v navazujícím období. Díky tomu, že ČR je malou otevřenou ekonomikou, která je závislá zejména na hospodářské situaci v Německu, došlo k celkovému poklesu agregátní poptávky, zejména díky poklesu zahraniční poptávky, což mělo za následek snížení exportu, na základě čehož se omezila výroba a vzrostla míra nezaměstnanosti. Do českého národního hospodářství se dále projevilo negativní očekávání ekonomických subjektů, vzrostla úroková míra, a to díky zvýšené rizikové prémii. Dále může být obecně řečeno, že poklesla ochota bankovního sektoru vzájemně spolupracovat.

ČNB (2014g) v této souvislosti dále uvádí, že ČNB na hospodářský propad zareagovala expanzivní monetární politikou, a to prostřednictvím snižování úrokových sazeb a dodávání potřebné likvidity bankovnímu sektoru, zejména v rámci operací na volném trhu, a to konkrétně přes repo operace. Doba splatnosti repo operací byla dvoutýdenní a jako kolaterál sloužily vládní dluhopisy ČR. Četnost využívání repo operací bankami byla sice nízká, nicméně, dle výše uvedeného pramene, ČNB tímto přispěla ke stabilizaci mezibankovního trhu. V roce 2011, viz ČNB (2014h), došlo k v některých evropských státech k přelivu finanční krize do krize dluhové, díky čemuž došlo k dalšímu výraznému zpomalení hospodářského růstu nejenom v ČR, ale i v celé eurozóně.

Od období vypuknutí světové finanční a hospodářské krize, která zasáhla i hospodářství ČR, viz ČNB (2014g), byl obecně velmi kladně hodnocen systém plovoucího měnového kurzu ČR, který umožnil, že v důsledku hospodářské krize měnový kurz samovolně poklesl a umožnil tak českému hospodářství lépe se vyrovnat s poklesem průměrné cenové hladiny v ekonomice.

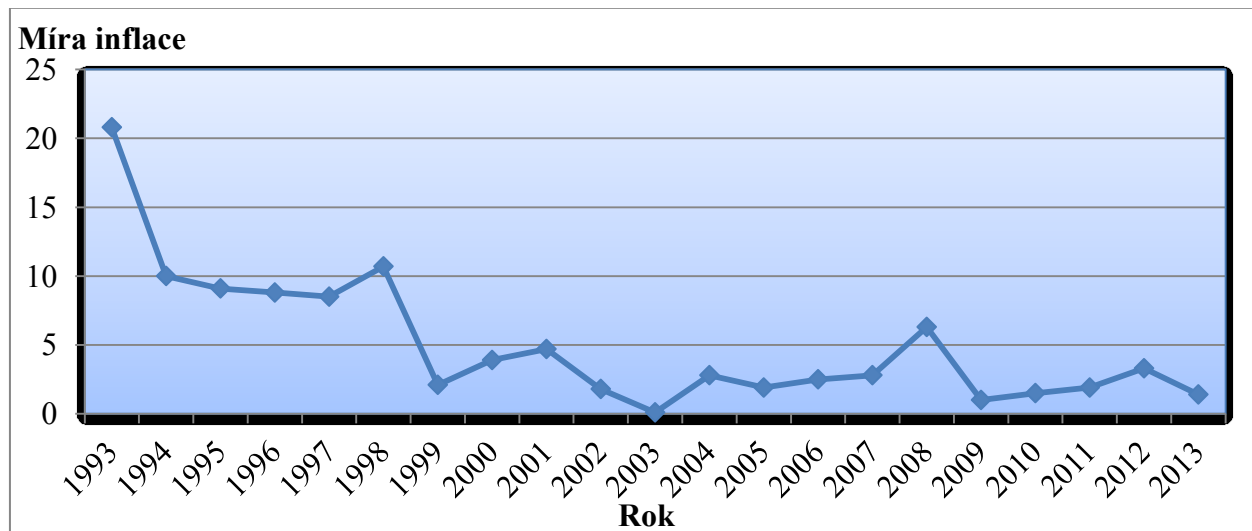
Vývoj průměrné cenové hladiny v ekonomice od roku 1993 do roku 2013 je jasně patrný z následujícího grafu, tedy grafu 2.2<sup>7</sup>. Rekordní míra inflace v ČR byla v roce 1993, kdy dosahovala hodnoty 20,8 %, poté míra inflace klesala až do roku 1997 včetně a v roce 1998 dosáhla hodnoty 10,7 %. Do roku 2007 se míra inflace v ČR pohybovala v rozmezí 2–5 %,

---

<sup>7</sup> V grafu 2.2 je zobrazena průměrná roční míra inflace, která byla vypočítána pomocí CPI.

než v roce 2008 dosáhla po dlouhé době svého maxima na 6,3 %. Dle ČSÚ (2014a) míra inflace v roce 2013 dosahovala hodnoty 1,4 %.

**Graf 2.2 Vývoj míry inflace v ČR v letech 1993–2013**



Zdroj: ČSÚ (2014a) a ČNB (2014f), vlastní zpracování

## 2.5 Shrnutí kapitoly

Druhá kapitola se obecně věnovala problematice ČNB a její měnové politice, a to od období jejího ustanovení v roce 1993 až po současnost. Byly zde popsány události, které vedly k nutnosti ustanovení ČNB, včetně jejího institucionálního zabezpečení. Klíčovým orgánem ČNB je sedmičlenná bankovní rada, která se skládá z guvernéra ČNB, dvou viceguvernéřů, a čtyř dalších členů a instrumentálního rámce, a to proto, že přijímá důležitá rozhodnutí ohledně toho, jaké nástroje bude ČNB používat k naplnění svého hlavního cíle.

V této kapitole je dále měnová politika ČNB rozdělena do dvou období, a to nejprve do roku 1997, ve kterém ČNB ustanovila nový měnový cíl, a to dosažení cenové stability, a následně od roku 1998, kdy samotné naplňování nového měnového cíle započalo. V této kapitole byla pozornost taktéž věnována inflačnímu vývoji v českém hospodářství. Současný vývoj je do značné míry ovlivňován nedávnou hospodářskou krizí a jejími stále přetrvávajícími dopady, a to zejména těmi sekundárními, které jsou následkem toho, že v současnosti se česká ekonomika potýká s dezinflačním vývojem.

Na základě dezinflačního vývoje a predikce ČNB o jejím prohloubení až k možnému deflačnímu vývoji bylo v roce 2013 v bankovní radě ČNB učiněno rozhodnutí o zahájení devizových intervencí, které mají vést k oslabení kurzu koruny na hranici 27 Kč za euro či nižší. Tyto devizové intervence byly zahájeny v listopadu roku 2013 a staly se námětem pro řadu diskuzí v rámci odborné i laické veřejnosti.

Následující kapitola obsahuje analýzu devizových intervencí ČNB a jejich účinků na českou ekonomiku. Bude zde tedy provedena analýza vývoje vybraných makroekonomických veličin, a to konkrétně hrubého domácího produktu, míry nezaměstnanosti, míry inflace, vývoje zahraničního obchodu, přílivu a odlivu investic, kurzu CZK/EUR a jeho stability. Jelikož světová hospodářská krize měla dopad i na českou ekonomiku, tak makroekonomická analýza hospodářského vývoje v ČR bude realizována od roku 2007 do roku 2014.

Jelikož, poté, co byl záměr ČNB představen veřejnosti, se v ČR rozpoutala řada diskuzí na toto téma, proto je také část této kapitoly věnovaná diskuzi českých ekonomů a reakci ČNB, společně s vysvětlením jejího rozhodnutí, proč bylo nutné začít intervenovat na devizových trzích a proč nezvolila jiný nástroj k zabezpečení cenové stability v ČR.

### **3. Analýza devizových intervencí ČNB a jejich účinků na českou ekonomiku**

Tato kapitola je zaměřena na analýzu devizových intervencí ČNB a jejich účinků na českou ekonomiku. V této kapitole je postupně sledován makroekonomický vývoj české ekonomiky, a to od roku 2007 do roku 2014. Tato léta byla vybrána záměrně, protože v roce 2007 vypukla celosvětová hospodářská krize a v listopadu roku 2013 ČNB začala intervenovat na devizových trzích, aby oslabila kurz koruny vůči euru a aby zabezpečila cenovou stabilitu v české ekonomice. Rok 2014 byl vybrán proto, že v listopadu uplynul přesně rok od zahájení devizových intervencí ČNB. Avšak díky nedostupnosti dat je u některých makroekonomických veličin sledována pouze časová řada 2007–2013.

Struktura této kapitoly je následující - nejprve je zde v krátkosti představena návaznost makroekonomického vývoje v ČR a EU na celosvětovou hospodářskou krizi a taktéž reakce těchto ekonomik na její vypuknutí. Následně je zde analyzován ekonomický vývoj ČR, a to na základě vývoje těchto veličin: tedy hrubého domácího produktu, míry nezaměstnanosti, přílivu a odlivu investic, míry inflace, kurzu CZK/EUR a jeho stability a zahraničního obchodu. V této kapitole jsou také představeny devizové intervence ČNB a ekonomický vývoj, který vedl ČNB k učinění takového rozhodnutí.

V souvislosti s událostmi z listopadu roku 2013, kdy poté, co ČNB obeznámila veřejnost s tím, že bude intervenovat na devizových trzích, aby oslabila kurz koruny a zabránila vypuknutí deflačního vývoje, se v ČR rozpoutala velká vlna diskuze na toto téma, a to jak ze strany laické, tak odborné veřejnosti. Proto je v této kapitole taktéž značná pozornost věnována rešerši mezi ekonomy na toto téma a reakci ČNB.

Jako zdroje statistických dat pro tuto kapitolu byly použity zejména statistická data od ČNB (2015n), ČSÚ (2015d), EUROSTATU (2015c) a CZECHINVESTU (2015). Díky tomu, že ČNB a ČSÚ používají jinou metodiku pro vyhodnocení dat, tak se u některých makroekonomických veličin, zejména u míry inflace, mohou vyskytovat drobné metodické odchylky.

### 3.1 Hospodářská krize a ekonomický vývoj v ČR do roku 2014

Díky současné hospodářské krizi, která vypukla v roce 2007, došlo v EU, ale i v ČR zejména v následujících letech ke značnému zpomalení ekonomiky a řada makroekonomických veličin, jako např. hrubý domácí produkt (dále jen HDP), míra zaměstnanosti či přímé investice firem poklesly.

V reakci na hospodářskou krizi došlo v roce 2010 v EU k prolomení no bail out clause<sup>8</sup>, a to nejprve poskytnutím finanční pomoci (od členských států EU a Mezinárodního měnového fondu) Řecku, následně také Portugalsku, Kypru a Španělsku. Zároveň v roce 2010 začala ECB nakupovat státní dluhopisy zadlužených zemí eurozóny, a to vše za účelem snížení výnosů z dluhopisů problémových zemí, blíže viz De Grauwe (2014). Nejprve se jednalo o Řecko, Portugalsko a Irsko, avšak v roce 2011 ECB nakoupila i italské a španělské státní dluhopisy. Zároveň v EU docházelo i k posilování pravidel fiskální odpovědnosti, a to nejprve přijetím šesti legislativních opatření six pack<sup>9</sup>, revizí Paktu stability a růstu<sup>10</sup> a vytvořením Evropského semestru<sup>11</sup>. Následně v roce 2013 vstoupila v platnost Smlouva o stabilitě, koordinaci a správě v hospodářské a měnové unii<sup>12</sup> a byly přijaty další dvě regulace pod názvem Two pack<sup>13</sup>, podrobněji viz EUROSOP (2015).

Dle UNIHOST (2009) se česká vláda po vypuknutí ekonomické krize v roce 2007 snažila podpořit zejména podnikatele a investory. Řadě odvětví, ve kterých byl velký podíl lidské práce, byla snížena daňová zátěž, a to například restauracím či kadeřnictvím, které v roce 2009 vykazovaly o pětinu nižší tržby než v předkrizovém období. ČNB (2014h) uvádí, že v tomto

---

<sup>8</sup> No bail out clause je zásada neposkytování pomoci státu, který se dostal do fiskálních obtíží, kvůli své nedisciplinované rozpočtové politice.

<sup>9</sup> Six pack je balíček šesti legislativních návrhů, které se skládají z pěti nařízení a jedné směrnice, a posiluje prevenci a následnou opravu makroekonomických nerovnováh v EU.

<sup>10</sup> Pakt stability a růstu byl přijat v platnost v roce 1997 a následně byl dvakrát revidován, a to v roce 2005 a v roce 2011. Členské státy se tímto dokumentem zavázaly, že jejich veřejný dluh nepřekročí 60 % HDP a že schodek veřejných financí nepřekročí 3 % HDP.

<sup>11</sup> Evropský semestr byl odsouhlasen v roce 2010 a v roce 2011 byl zahájen. Jeho hlavním cílem je, aby členské státy při schvalování svého rozpočtu na následující rok zohlednily doporučení pro reformy své hospodářské politiky, které jsou jí předkládány Evropskou komisí.

<sup>12</sup> Smlouva o stabilitě, koordinaci a správě v hospodářské a měnové unie, také známá jako Fiskální kompakt, je mezivládní smlouva, která vstoupila v platnost v roce 2013. V současnosti je platná pro 25 států EU s výjimkou ČR, Velké Británie a Chorvatska.

<sup>13</sup> Two pack je balíček dvou regulací, které vstoupily v platnost v roce 2013 a které mají posílit fiskální dohled v EU, a to zejména tím, že některé prvky Fiskálního kompaktu jsou přesunuty do práva EU či členskému státu, který má makroekonomické deficity, vzniká povinnost vypracovat program ekonomické spolupráce.



období byl velkou výhodou české ekonomiky plovoucí kurz koruny, který samovolně oslaboval od srpna roku 2008 až do února roku 2009, blíže viz graf 3.6, ve kterém je znázorněn vývoj kurzu CZK/EUR v letech 2007–2014. Dále v roce 2008 byly v české ekonomice zpřísněny podmínky poskytování úvěrů a ČNB v této době dodávala likviditu potřebným bankám a taktéž započala se snižováním úrokových sazeb, které v roce 2008 snížila třikrát. Pro následující období do roku 2012 je charakteristické, že ČNB úrokové sazby dále snižovala, a to až do roku 2012, kdy byly úrokové sazby nastaveny až na své historické minimum, blíže viz graf 2.1 a příloha č. 9.

### **3.1.1 Vývoj hrubého domácího produktu a míry nezaměstnanosti**

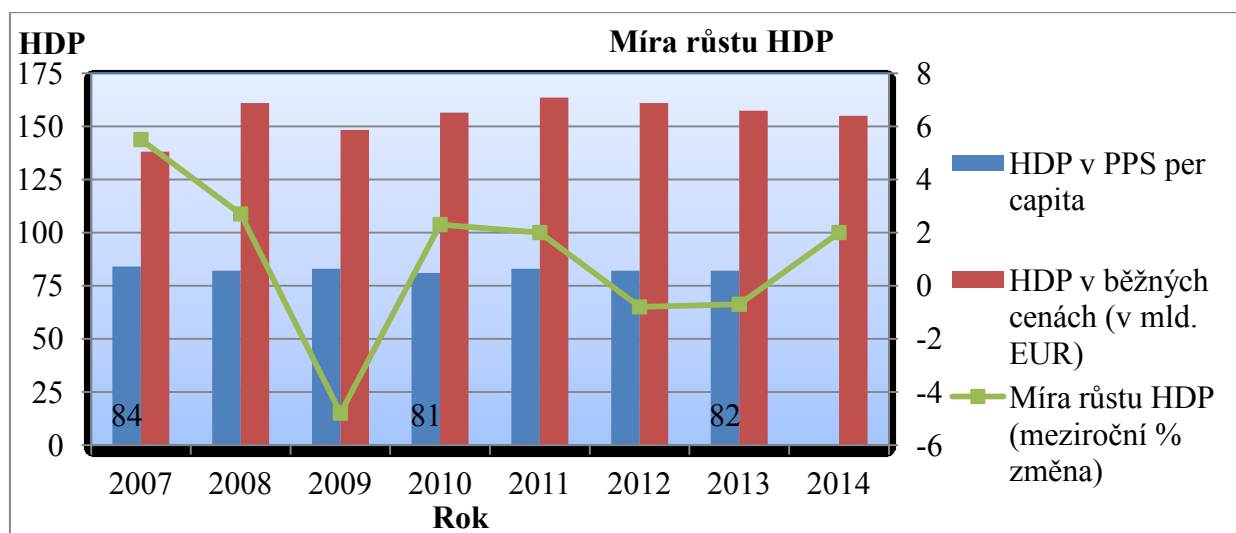
Vývoj HDP v ČR v letech 2007–2014 je zobrazen v grafu 3.1. V tomto grafu je uvedeno jednak HDP v PPS<sup>14</sup> per capita, tak i HDP v běžných cenách a také míra růstu HDP, která je vyjádřena jako procentní meziroční změna. Nejvyššího HDP v PPS per capita bylo ve sledovaném období dosaženo v roce 2007 a k nejvyššímu meziročnímu poklesu došlo v letech 2008 a 2010. Pro rok 2009 a 2011 je charakteristický meziroční růst HDP v PPS per capita. HDP v PPS per capita za rok 2014 není dostupný. Nejvyššího HDP v běžných cenách bylo ve sledovaném období v ČR dosaženo v roce 2011, a to při 163,6 mld. EUR. K této hodnotě se také blížilo HDP v běžných cenách z roku 2008 a 2012. HDP v běžných cenách v roce 2013 dosahovalo hodnoty 157,3 mld. EUR a v roce 2014 došlo k meziročnímu poklesu na hodnotu 154,9 mld. EUR. V daném období, a taktéž ve všech sledovaných letech HDP v běžných cenách dosahoval vyšší hodnoty než v roce 2007.

Taktéž ve sledovaném období bylo nejvyšší meziroční tempo růstu HDP zaznamenáno v roce 2007, a to při 5,5% růstu. Naopak největší pokles nastal v roce 2009, kdy meziroční pokles činil 4,8 %. Již v roce 2010 nastalo ekonomické oživení ve výši meziročního růstu HDP o 2,3 %, které taktéž pokračovalo i v roce 2011, a to při 2% meziročním růstu HDP. Nicméně pro rok 2012 bylo opět charakteristické, že se míra růstu HDP oproti předcházejícímu roku zpomalila o 0,8 %, což následně pokračovalo i v roce 2013, a to konkrétně při meziročním poklesu o 0,7%. V roce 2014 došlo k meziročnímu růstu HDP o 2 %.

---

<sup>14</sup> U ukazatele HDP v PPS per capita nejsou dostupná data za rok 2014.

**Graf 3.1 Vývoj HDP v ČR v letech 2007–2014**



Pozn.: EU 28=100

Zdroj: EUROSTAT (2014), EUROSTAT (2015b), ČSÚ (2015c), vlastní zpracování

K největšímu poklesu HDP v ČR v letech 2007–2013 došlo v roce 2009, kdy byl v české ekonomice zaznamenán velký pokles zahraničních zakázek, a to zejména z Německa, které se v roce 2009 taktéž ocitlo v recesi. V daném roce byla německá ekonomika nejvíce zasažena v prvním čtvrtletí, kdy byl pro tuto ekonomiku charakteristický vysoký pokles ekonomické aktivity, a to zejména díky tamnímu poklesu exportu. V české ekonomice v roce 2009 se pak snížení zakázek nejvíce projevilo v průmyslovém odvětví, pro které bylo v roce 2009 charakteristické masivní propouštění zaměstnanců, což vyplývá z UNIHOST (2009). V roce 2009 tak bylo v ČR evidováno o 122,4 tisíc nezaměstnaných více než v předcházejícím roce a taktéž meziroční obecná míra nezaměstnanosti vzrostla o 2,3 %, blíže viz tabulka 3.1, která se nachází níže.

V roce 2010 a 2011 meziroční míra růstu HDP v ČR oscilovala okolo hodnoty 2 %. Takovýto vývoj byl dle Hospodářské komory ČR (2011) způsoben zejména oživením německé ekonomiky, která dle teoremu lokomotivy má dlouhodobý vliv na vývoj českého hospodářství. Díky růstu poptávky ze zahraničí v ČR v roce 2010 a 2011 došlo k oživení průmyslové výroby, a to zejména výroby automobilů a elektrických strojů, naopak i nadále pokračovala stagnace ve stavebnictví a zemědělství. Pro rok 2012 a 2013 je však opět charakteristický pokles HDP v české ekonomice. Dle ČSÚ (2013a) byl hlavní příčinou poklesu HDP v prvních třech čtvrtletích

roku 2012 pokles tuzemských výdajů na spotřebu o 1,8 procentního bodu. Naopak v posledním čtvrtletí roku 2012 došlo k poklesu poptávky ze zahraničí. V roce 2013 HDP negativně ovlivnil pokles přímých zahraničních investic do ČR, blíže viz graf 3.2. V roce 2014 meziroční míra růstu HDP v ČR dosahovala hodnoty 2%, a to zejména díky hospodářskému oživení obchodních partnerů, zvýšení vládních výdajů, spotřeby domácností, ale i růstu investic, blíže viz E15 (2015).

Vývoj zaměstnanosti a nezaměstnanosti v ČR je znázorněn v tabulce 3.1<sup>15</sup>. Hospodářská krize se v míře nezaměstnanosti projevila poprvé v roce 2009, kdy obecná míra nezaměstnanosti oproti minulému roku vzrostla o více než dva procentní body. Ve sledovaném období byla největší obecná míra nezaměstnanosti zaznamenána v roce 2010, dosahující 7,3 %. Zároveň ve sledovaném období, byla dle dat ČSÚ v roce 2010, 2012 a 2013 zaznamenána nejvyšší dlouhodobá míra nezaměstnanosti, a to ve výši 3 %. Dále také největší počet nezaměstnaných ve sledovaném období, a to konkrétně 383,7 tisíc obyvatel, byl zaznamenán v roce 2010. Zároveň v tomto roce bylo na trhu práce pouze 30,8 tisíc volných pracovních míst. Nejmenší počet zaměstnaných lidí v ČR ve sledovaném období byl zaregistrován v roce 2011, a to při hodnotě 4872,4 tisíc zaměstnaných osob. V roce 2014 obecná míra nezaměstnanosti činila 6,1 %, což je připisováno meziročnímu oživení ekonomiky, viz graf 3.1.

**Tabulka 3.1 Vývoj zaměstnanosti a nezaměstnanosti v ČR v letech 2007–2014**

Vývoj zaměstnanosti a nezaměstnanosti v ČR								
Rok	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Obecná míra u (%)	5,3	4,4	6,7	7,3	6,7	7,0	7,0	6,1
Dlouhodobá u (%)	2,8	2,2	2,0	3,0	2,7	3,0	3,0	x
Nezaměstnaní (tis.)	276,3	229,8	352,2	383,7	350,6	366,9	368,9	x
Zaměstnaní (tis.)	4922,0	5002,5	4934,3	4885,2	4872,4	4890,1	4937,1	x
Volná místa (tis.)	141,1	91,2	30,9	30,8	35,8	34,9	35,2	x

Zdroj: ČSÚ (2010), ČSÚ (2013), ČSÚ (2014d), ČSÚ (2014f), vlastní zpracování

<sup>15</sup> Ostatní ukazatelé nezaměstnanosti a zaměstnanosti za rok 2014 nejsou dostupné.

V roce 2009 tedy došlo k meziročnímu nárůstu míry nezaměstnanosti o 2,3 %, což bylo způsobeno oslabením ostatních evropských ekonomik, zejména té německé. Díky čemuž poptávka ze zahraničí klesla o třetinu ve srovnání s předcházejícím rokem, a to zejména poptávka po průmyslové výrobě. Recese byla také patrná ve stavebnictví a ve službách. V roce 2009 docházelo nejprve k velkému propouštění v automobilovém průmyslu a ve společnostech, které jsou na ně navázány, následně také ve sklářském a zpracovatelském průmyslu, viz ČSÚ (2011).

Tento vývoj pokračoval i v roce 2010, kdy obecná míra nezaměstnanosti meziročně vzrostla o 0,6 %, navíc se ke konci roku 2010 očekávalo přijetí nové legislativy (platné od 1.1.2011), která zpřísnila podmínky získání podpory v nezaměstnanosti<sup>16</sup>. Jak uvádí ČSÚ, tak již koncem roku 2010 byl velký nárůst nově evidovaných nezaměstnaných na úřadu práce. ČSÚ (2011) dále dodává, že lednový nárůst nově evidovaných byl poté minimální, což je atypický novoroční vývoj. Naopak v roce 2011 došlo k poklesu míry nezaměstnanosti, a to zejména díky tvorbě nových pracovních míst na pozicích obsluhy strojů či v zemědělství nebo lesnictví. V roce 2012 a 2013 došlo v ČR k poklesu poptávky ze zahraničí, a to zejména v průmyslu, proto také obecná míra nezaměstnanosti ve srovnání s rokem 2011 byla vyšší. Pro rok 2014 bylo tedy charakteristické ekonomické oživení, které bylo spojeno s poklesem obecné míry nezaměstnanosti.

### **3.1.2 Vývoj přímých zahraničních investic**

Celkový příliv přímých zahraničních investic do ČR jako procento HDP v letech 2007–2014 je znázorněn v grafu 3.2<sup>17</sup>. Z tohoto grafu je patrné, že ve sledovaném období byl největší příliv přímých investic do ČR v roce 2007, a to ve výši 5,8 % HDP. Pro následující dva roky je charakteristický pokles přímých investic do ČR. V roce 2010 došlo k oživení celkového přílivu těchto investic do ČR a v roce 2011 opět nastal další pokles sledované veličiny, a to dokonce na svou minimální hodnotu, tedy na 1,1 % HDP. V roce 2012 opět nastalo oživení

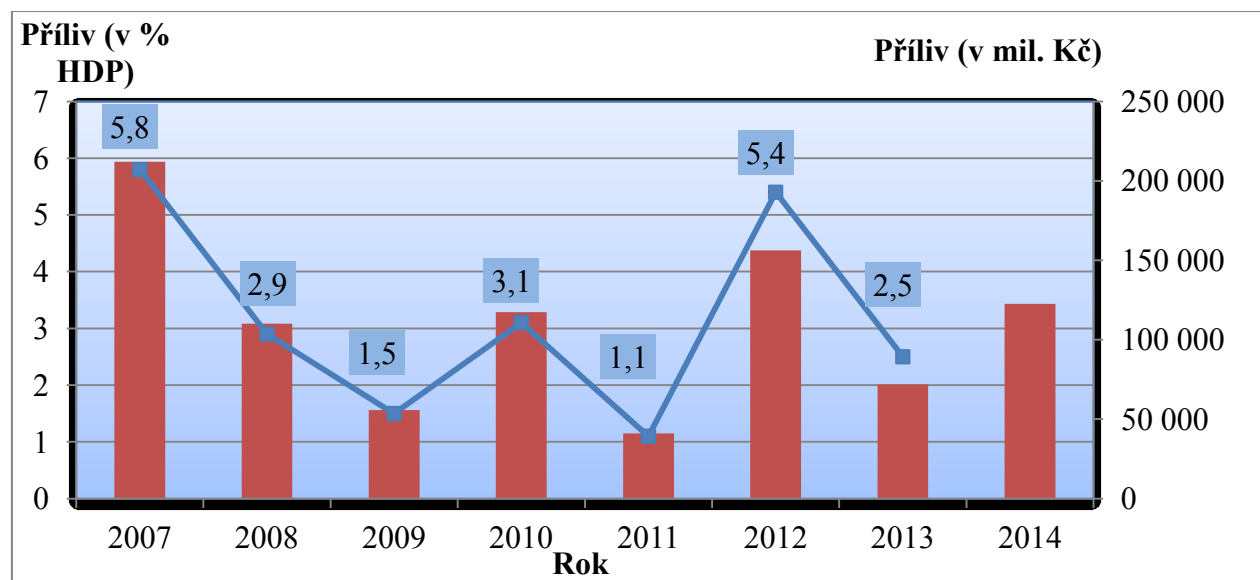
---

<sup>16</sup> Na základě nové legislativy, která vstoupila v platnost od 1.1.2011, došlo ke zpřísnění podmínek získání podpory v nezaměstnanosti, a to zejména pro uchazeče, kteří ukončili pracovní poměr bez vážného důvodu či po vzájemné dohodě se zaměstnavatelem či pro uchazeče, kteří již podporu v nezaměstnanosti pobírali, nicméně se zároveň věnovali i nezákoně pracovní činnosti. Taktéž došlo k posílení systému kontrol nezaměstnaných, blíže viz ČSÚ (2011).

<sup>17</sup> Pro příliv investic do ČR (v % HDP) pro rok 2014 nejsou dostupná data.

přílivu přímých investic, a to téměř na předkrizovou hodnotu. V roce 2013 byl opět zaznamenán propad oproti předcházejícímu roku, a to o téměř tři procentní body. V roce 2014 byl zaznamenán růst investic do ČR.

**Graf 3.2 Celkový příliv přímých investic do České republiky v letech 2007–2014**



Zdroj: ČSÚ (2014e), ČNB (2015o), vlastní zpracování

Pro rok 2010 byl charakteristický celosvětový růst přímých zahraničních investic o 5 % oproti roku 2009, což vyplývá z Konference OSN o obchodu a rozvoji (dále jen UNCTAD). Celkový počet přímých zahraničních investic ve světové ekonomice dosahoval 1,24 bilionů amerických dolarů (dále jen USD). Tento trend se nevyhnul ani ČR, která v tomto roce byla druhou nejatraktivnější zemí pro investování ve Střední Evropě, a to hned po Polsku, blíže viz UNCTAD (2010). Naopak pro rok 2011 byl charakteristický celosvětový propad přímých zahraničních investic, což se dle Czechinvest (2011) a Czechinvest (2012) projevilo i v ČR. V tomto roce byli největší zahraniční investoři ČR právě Německo, Rakousko a Slovensko.

V roce 2012 příliv přímých zahraničních investic do ČR činil 5,4%. V tomto roce, ČR nebyla jedinou evropskou ekonomikou, která lákala zahraniční investice. Ze střeoevropských zemí to bylo dále Polsko a z tradičních západoevropských ekonomik to bylo např. Německo, Velká Británie, ale překvapivě také Francie, jejíž investiční atraktivita v posledních letech klesala, podrobněji viz Czechinvest (2012). Tento pozitivní vývoj v ČR byl

způsoben zejména přílivem zahraničních investic do automobilového sektoru, kde se v daném roce realizovalo 19 investičních projektů. Více investičních projektů do tohoto sektoru, z evropských ekonomik, mělo v roce 2012 už jen Německo a Velká Británie.

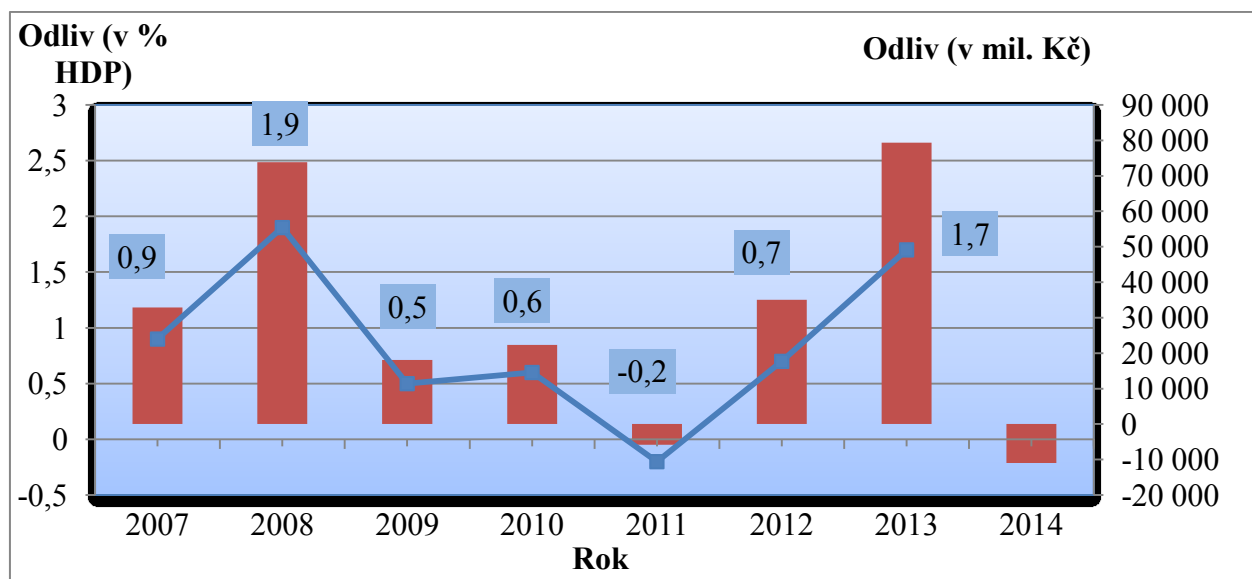
V roce 2012 do ČR nejvíce přímých zahraničních investic plynulo na Jižní Moravu, do Moravskoslezského kraje a do Středních Čech, a to právě z Německa, Spojených států amerických (dále jen USA) a Japonska. Zároveň podle Czechinvest (2014) bylo pro rok 2012 charakteristické, že se v roce 2013 očekávala novela zákona o investičních pobídkách, a s ní i snížení investičních pobídek, a to kvůli novým evropským pravidlům. Takže zde byla velká snaha investorů využít stávajících investičních pobídek. Právě snížení investičních pobídek v roce 2013 a s tím spojený pokles investiční atraktivity ČR v daném roce je spojen s poklesem přílivu zahraničních investic do ČR v roce 2013, a to o necelé 3 procentní body. Zároveň více než čtvrtina všech investičních projektů byla zaměřena pouze na rozšiřování již existujících poboček zahraničních firem v tuzemsku.

Celkový odliv přímých investic z ČR do zahraničí, jako % HDP, v letech 2007–2014 je zobrazen v grafu 3.3<sup>18</sup>. Ve sledovaném období byl nejvyšší odliv přímých investic z ČR zaznamenán v roce 2008, a to při hodnotě 1,9 % HDP. V roce 2009 tato hodnota dosahovala pouze 0,5 % HDP a minimální odliv přímých investic do zahraničí byl ve sledovaném období zaznamenán v roce 2014. Pro následující vývoj, tedy v roce 2012 a 2013 je charakteristické, že odliv přímých zahraničních investic z ČR do zahraničí má rostoucí tendenci a hodnota 1,7 % HDP, tedy hodnota za rok 2013 je pouze o dva procentní body nižší, než hodnota 1,9 % HDP z roku 2008. Zároveň je celkový odliv přímých zahraničních investic z ČR v roce 2013 o 0,8 procentních bodů vyšší, než hodnota z roku 2007.

### **Graf 3.3 Odliv přímých investic z České republiky do zahraničí v letech 2007–2014**

---

<sup>18</sup> Pro odliv investic do zahraničí (v % HDP) pro rok 2014 nejsou dostupná data.



Zdroj: ČSÚ (2014e), ČNB (2015o), vlastní zpracování

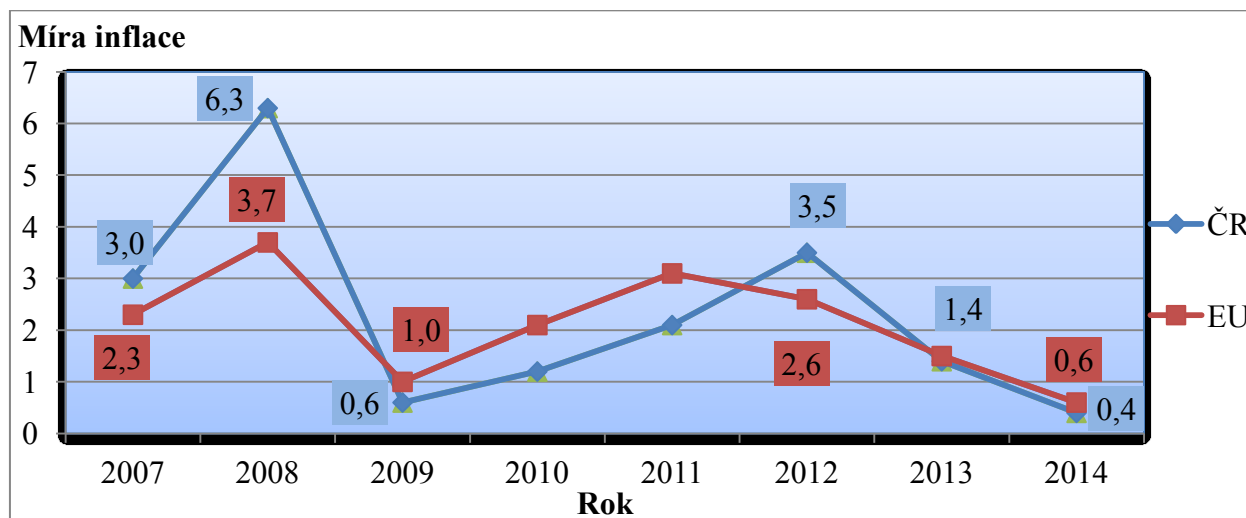
Pro rok 2010 byl tedy charakteristický globální růst přímých zahraničních investic. Pro českou ekonomiku je dlouhodobě platné, že nejvíce přímých investic z ČR míří do Nizozemska, což činilo v roce 2010 46,5 % z celkového odlivu investic z ČR do zahraničí. Sektory, do kterých dlouhodobě míří nejvíce přímých českých investic, jsou finanční a pojišťovací sektor, energetický sektor, zpracovatelský průmysl a následně obor profesní, vědecké a technické činnosti. Pro rok 2011 byl charakteristický celosvětový propad přímých zahraničních investic. V tomto roce investice z ČR do energetického sektoru dle ČNB (2012), ČNB (2013ch) a ČNB (2014m) klesly meziročně o téměř 1 procentní bod. Odliv investic do sektoru profesní, vědecké a technické činnosti v tomtéž roce poklesl o téměř 5 procentních bodů.

Nárůst odlivu přímých investic do zahraničí v roce 2012 je dle UNCTAD (2010) v souladu s globálním trendem. Z ČR se opět nejvíce investovalo právě do Nizozemska, a z jednotlivých sektorů opět převládala oblast finanční a pojišťovací činnosti. Na meziroční nárůst v roce 2013 měla mimo jiného vliv právě novela zákona o investičních pobídkách a jejich snížení, takže řada domácích investorů preferovala investice do zahraničí.

### 3.1.3 Vývoj míry inflace

Hlavním cílem ČNB je udržování cenové stability v ČR. Od roku 2010<sup>19</sup> je tedy inflačním cílem ČNB dosažení míry inflace okolo 2 % úrovně, což je zároveň totožný inflační cíl ECB. Vývoj míry inflace v ČR a EU v letech 2007–2014 je zobrazena v grafu 4.3<sup>20</sup>, ze kterého je možno vyčíst, že míra inflace v ČR v roce 2008 dosahovala hodnoty 3,5 %, v roce 2013 již hodnoty 1,4 % a v roce 2014 hodnoty 0,4 %. Z následujícího grafu je tedy patrný dezinflační vývoj, se kterým se v současnosti potýká nejenom ČR, ale také EU. Příčinou poklesu míry inflace v roce 2014 bylo snižování cen ropy na světových trzích, které probíhalo od července roku 2014 až do počátku roku 2015. Vývoj míry inflace v jednotlivých měsících v letech 2012–2014 je umístěn dále, a to v grafu 3.5.

**Graf 3.4 Vývoj míry inflace v ČR a EU 28 v letech 2007–2014 (v %)**



Zdroj: ČSÚ (2014b), vlastní zpracování

ČNB na ekonomický pokles a na své prognózy ohledně budoucího dezinflačního až možného deflačního vývoje zareagovala na konci roku 2012, a to snížením úrokových sazeb 2T repo sazby a diskontní sazby na hodnotu 0,05 %<sup>21</sup> a dále lombardní sazby na hodnotu 0,25 %, blíže viz graf 2.1 a přílohy č. 8 a č. 9. Tímto však byly úrokové sazby sníženy na své historické

<sup>19</sup> Vývoj míry inflace v letech 1993–2013 je zobrazen v grafu 2.2.

<sup>20</sup> V grafu 3.4 je zobrazena míra inflace, která byla vypočítána podle Harmonizovaného indexu spotřebitelských cen (dále jen HICP). Tuto metodiku využívá zejména Evropský statistický úřad (dále jen Eurostat), aby bylo možné porovnávat vývoj míry inflace v rámci zemí EU.

<sup>21</sup> Vývoj úrokových sazeb od roku 2007–2015 je umístěn v přílohové části. V roce 2013 a 2014 úrokové sazby byly ponechány beze změny.



minimum. Dle ČNB (2015e) jí mimo jiného i Mezinárodním měnovým fondem (dále jen MMF) bylo doporučeno, aby v situaci, kdy již dále nemohla snižovat úrokové sazby, začala intervenovat pomocí měnového kurzu, podrobněji viz ČNB (2015e).

V roce 2013 ČNB na základě svých makroekonomických analýz predikovala, že pokud by se nerozhodla pro devizové intervence, poté by dezinflační vývoj v roce 2013 i nadále pokračoval a ještě více by se prohloubil, a to až do deflačního vývoje v roce 2014, blíže viz příloha č. 15. Na základě těchto predikcí by tedy v roce 2014 mohlo dojít k deflačnímu vývoji, který by mohl souběžně trvat až tři čtvrtě roku, podrobněji viz ČNB (2014j). ČNB taktéž zveřejnila, že z jejich makroekonomických analýz vyplynulo, že v české ekonomice vzrostlo spekulativní očekávání ekonomických subjektů ohledně dalšího dezinflačního až deflačního vývoje, což by mohlo vést k tomu, že by se ekonomické subjekty mohly rozhodnout k dalšímu odkladu svých nákupů do budoucnosti.

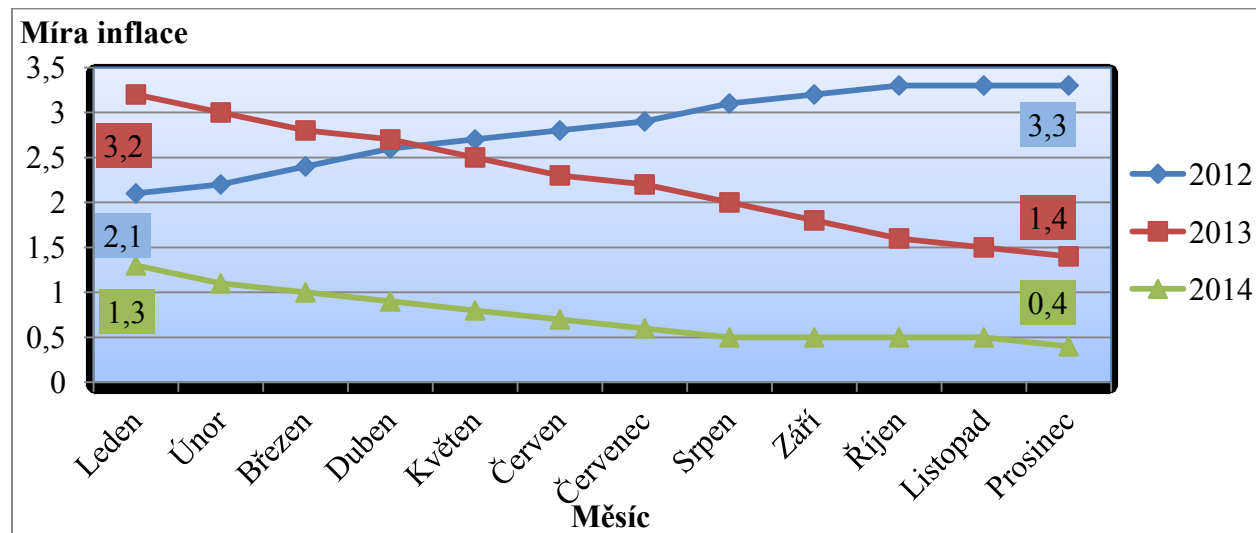
Takováto situace by díky poklesu průměrné poptávky v ekonomice mohla následně vést k dalšímu snižování cen produkce společností. Firmy by díky svým nižším příjmům a nutnosti snižovat své náklady, a to za účelem udržení své konkurenceschopnosti, mohly učinit další rozhodnutí, a to o omezení své produkční aktivity a o rušení pracovních kontraktů. Takováto situace by měla další negativní vliv na vývoj ekonomiky a mohlo by dojít i k tomu, že by se česká ekonomika dostala do začarovaného deflačního kruhu.

### **3.2 Devizové intervence ČNB**

ČNB uvedla, že možnost a obava z roztočení deflační spirály, byla jedním z hlavních důvodů, proč se v roce 2013 rozhodla zahájit preventivní opatření a tedy začít intervenovat na devizových trzích, podrobněji viz ČNB (2015e). O tomto záměru ČNB informovala veřejnost svým prohlášením v roce 2012, že se chystá využít svého dalšího nástroje, aby zabránila možnému deflačnímu vývoji a aby se míra inflace postupně přibližovala cílové hodnotě, tedy 2 %. Nicméně to, že se bude jednat o devizové intervence a že budou zahájeny v roce 2013, se veřejnost dozvěděla až mnohem později, a to v listopadu 2013, při samotném zahájení měnových intervencí.

Dle ČNB (2015e) pouhé oznámení tohoto kroku v roce 2012, vedlo k oslabení kurzu koruny vůči euru, blíže viz graf 3.5, který je umístěn níže, a k růstu cen na přelomu roku 2012 a 2013. Nicméně pro leden roku 2013 byla charakteristická vyšší míra inflace, a to taktéž z důvodu navýšení daně z přidané hodnoty. V grafu 3.5<sup>22</sup> je taktéž viditelný dezinflační vývoj v české ekonomice v letech 2013 a 2014.

**Graf 3.5 Vývoj míry inflace v ČR v jednotlivých měsících let 2012–2014 (v %)**



Zdroj: ČSÚ (2015a), vlastní zpracování

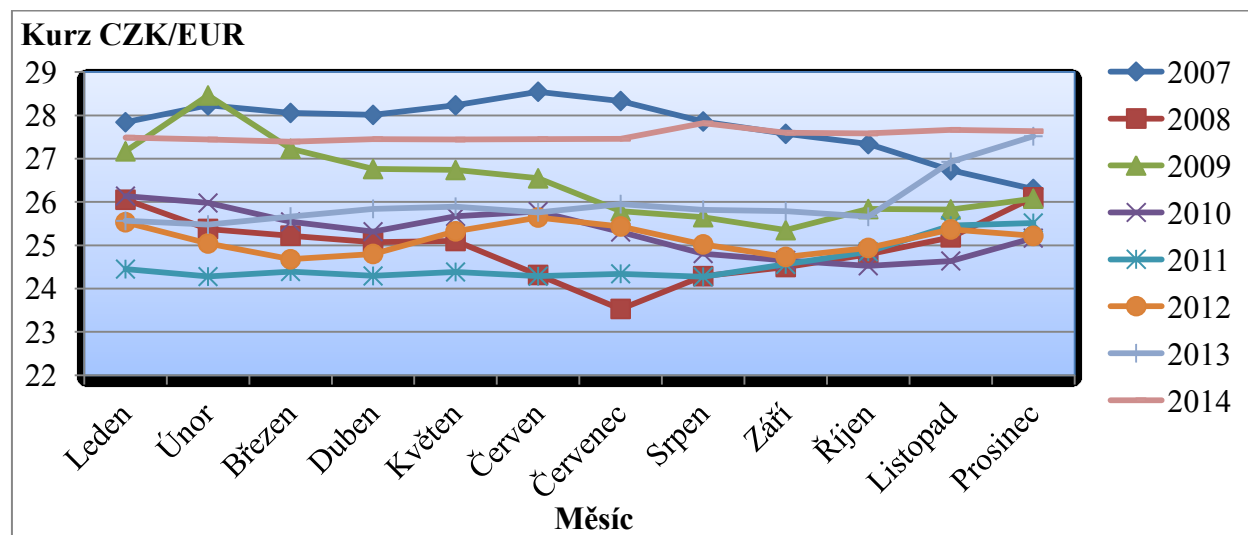
Na schůzi bankovní rady ČNB v listopadu roku 2013, bylo rozhodnuto o zahájení kurzových intervencí, a to ke dni 7.11.2013. Bankovní rada ČNB si tedy za nástroj vedoucí k dosažení svého cíle zvolila měnové intervence, a to konkrétně k udržování kurzu koruny okolo 27 CZK/EUR. Pokud by kurz koruny vůči euru dále posiloval, potom by ČNB zahájila další kurzové intervence, tedy prodej korun a nákup devíz (eur). Pokud by však kurz koruny samovolně oslaboval nad hranici 27 CZK/EUR, poté ČNB intervenovat nebude. Dle ČNB (2015e) tato opatření můžeme nazvat jako **jednostranný kurzový závazek** ČNB k oslabení koruny.

<sup>22</sup> Dle ČSÚ (2015a) míra inflace v grafu 3.5 je: „Vyjádřena přírůstkem průměrného ročního indexu spotřebitelských cen vyjadřuje procentní změnu průměrné cenové hladiny za 12 posledních měsíců proti průměru 12 předchozích měsíců.“

Vývoj kurzu CZK/EUR v letech 2007–2014 je znázorněn v grafu 3.6<sup>23</sup>. Během sledovaného období byl průměrný kurz koruny nejslabší v roce 2007, a to zejména z toho důvodu, že v prvním pololetí roku 2007 byly v české ekonomice nastavené nízké úrokové sazby, blíže viz příloha č. 9, a taktéž investoři byli v této době velmi málo averzní vůči riziku. V letech 2008, 2010, 2011, 2012 kurz CZK/EUR osciloval mezi hodnotami 23,50–26,50 CZK/EUR. V roce 2013 kurz CZK/EUR osciloval okolo hodnoty 26 CZK/EUR, a to až do listopadu roku 2013, kdy ČNB začala intervenovat na devizových trzích. V prosinci roku 2013 byl průměrný měsíční kurz 27,50 CZK/EUR.

Ve sledovaném období byl kurz CZK/EUR nejslabší v červnu roku 2007 a v únoru roku 2009, kdy dosahoval hodnoty až 28,50 CZK/EUR. V roce 2007 byl kurz CZK/EUR díky devizovým intervencím ČNB velmi stabilní, blíže viz graf 3.7. V první polovině roku 2014 se kurz CZK/EUR pohyboval okolo hodnoty 27,4 CZK/EUR, v druhé polovině roku 2014 kurz CZK/EUR přibližně osciloval v pásmu 27,6–27,8. Průměrný roční kurz CZK/EUR dosahoval hodnoty 27,53 korun za jedno euro, podrobněji viz příloha č.10.

**Graf 3.6 Vývoj kurzu CZK/EUR v letech 2007–2014**



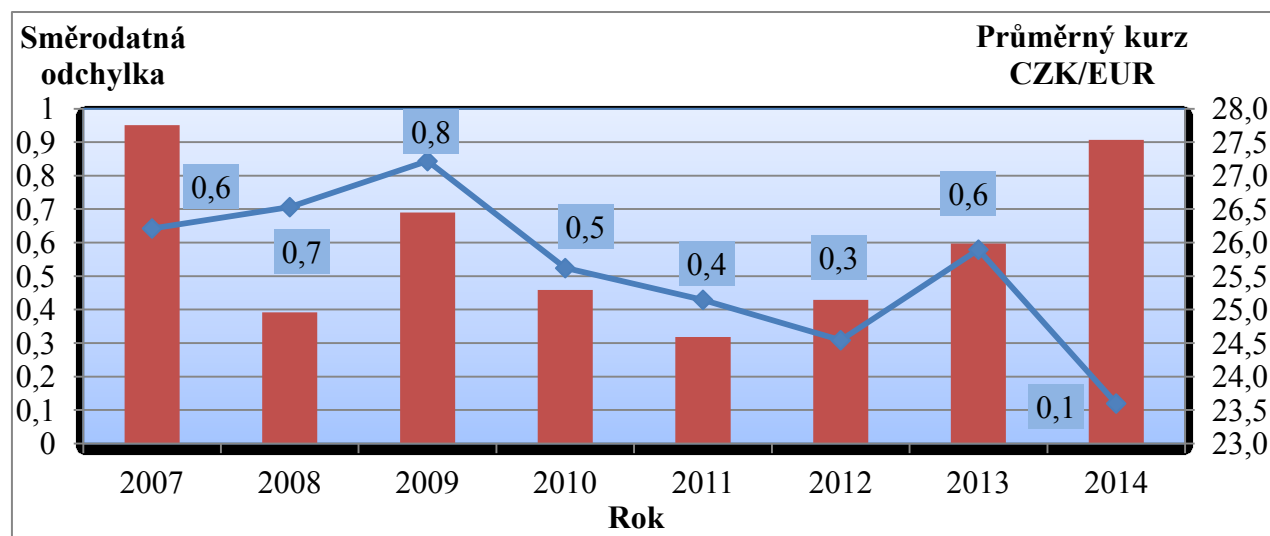
Zdroj: ČNB (2015f), vlastní výpočet

Stabilita kurzu CZK/EUR v období 2007–2014 je zkoumána v grafu 3.7., kde jsou vypočítány směrodatné odchylky kurzu CZK/EUR v daném období. Ve sledovaném

<sup>23</sup> Vývoj průměrného ročního kurzu CZK/EUR je umístěn v přílohové části.

období byl kurz CZK/EUR nejvíce volatilní v roce 2009 a naopak nejméně v roce 2014, což bylo způsobeno jednostranným kurzovým závazkem ČNB. Vysoká volatilita kurzu CZK/EUR byla naopak zaznamenána v roce 2008 a 2009, kdy kurz koruny samovolně oslaboval od srpna roku 2008 až do února 2009, a to v návaznosti na hospodářskou krizi. Takovýto vývoj měnového kurzu není pro ekonomiku příznivý, obzvláště pro malou otevřenou ekonomiku, jakou je ČR, a to zejména proto, že pro zahraniční obchod je důležitý stabilní vývoj měnového kurzu. Z hlediska zahraničního obchodu jsou devizové intervence ČNB hodnoceny velmi kladně, podrobněji viz graf 3.8.

**Graf 3.7 Stabilita kurzu CZK/EUR v letech 2007–2014**



Zdroj: ČNB (2015f), vlastní výpočty

ČNB v listopadu 2013 také vyhlásila, že tento kurzový závazek se může v průběhu času měnit, a to na základě dalších makroekonomických prognóz, které ČNB pravidelně připravuje a sleduje. ČNB by se tedy mohla rozhodnout a následně oznámit, že hodlá intervenovat nákupem eur tak, aby bylo dosaženo úrovně kurzu koruny na 28 či 29 CZK/EUR. Nicméně k tomuto doposud nedošlo a ani ČNB prozatím neoznámila, že by se k tomuto kroku chystala. Jedná se tedy pouze o její další možnost.

Zároveň bylo Českou národní bankou v listopadu roku 2013 oznámeno veřejnosti, že devizové intervence potrvají nejméně do roku 2016 a že skutečné ukončení devizových intervencí a návrat k používání jejího tradičního nástroje, tedy úrokové sazby,

bude obnoveno až v případě, že ČNB získá úplnou jistotu, že skutečná míra inflace se blíží k 2% hodnotě a že její hlavní cíl není nadále ohrožen, podrobněji viz ČNB (2015e).

### 3.3 Odborná diskuze

Poté, co ČNB v listopadu 2013 začala skutečně provádět devizové intervence, které naposledy realizovala v roce 2002<sup>24</sup>, se v ČR nejen ze strany laické, ale i odborné veřejnosti vynořila velká vlna diskuze o tom, zda toto rozhodnutí ČNB bylo přijatelné a zda povede ke skutečnému oživení ekonomiky a k dosažení hlavního cíle ČNB, tedy k inflačnímu vývoji okolo 2 %.

#### 3.3.1 Devizové intervence z pohledu ekonomů

V listopadu roku 2013 se tedy začala vynořovat celá řada, velmi často, protichůdných názorů ohledně devizových intervencí ČNB. Český ekonom Pavel Kohout<sup>25</sup>, který publikuje nejenom v tuzemsku, ale i zahraničí, se ihned po zveřejnění tohoto kroku ČNB k devizovým intervencím vyjádřil. Jeho četná vyjádření, např. pro iDNES (2013), pro které ekonom Pavel Kohout uvedl, že dle jeho názoru bylo rozhodnutí ČNB zcela jistě chybné, a to zejména proto, že nikdy nebylo prokázáno, že si ekonomické subjekty vytvářejí a řídí se svými spekulativními inflačními očekáváními<sup>26</sup>.

Ekonom Pavel Kohout se dle iDNES (2013) dále domnívá, že takovéto rozhodnutí ČNB nemůže v ČR působit jako pozitivní faktor k oživení ekonomiky, protože díky tomu, že došlo ke zdražení dovážené produkce a ke zvýšení nákladů pro podniky, tak ČNB v české ekonomice vytvořila hospodářský šok, který povede pouze k tomu, že čeští spotřebitelé, kteří spadají do střední a nízko příjmové kategorie, nebudou utrácet více finančních prostředků, ale budou právě naopak více šetřit. Pavel Kohout k tomuto dodává, že toto chování je pro české

---

<sup>24</sup> ČNB devizové intervence v roce 2002 prováděla z důvodu rychlého posilování kurzu koruny vůči euru. Zároveň v tomto období došlo k poklesu míry inflace pod cílovou hodnotu ČNB. Nicméně hlavní důvod devizových intervencí v roce 2002 byl spatřován v nutnosti stabilizace české koruny, podrobněji viz ČNB (2002).

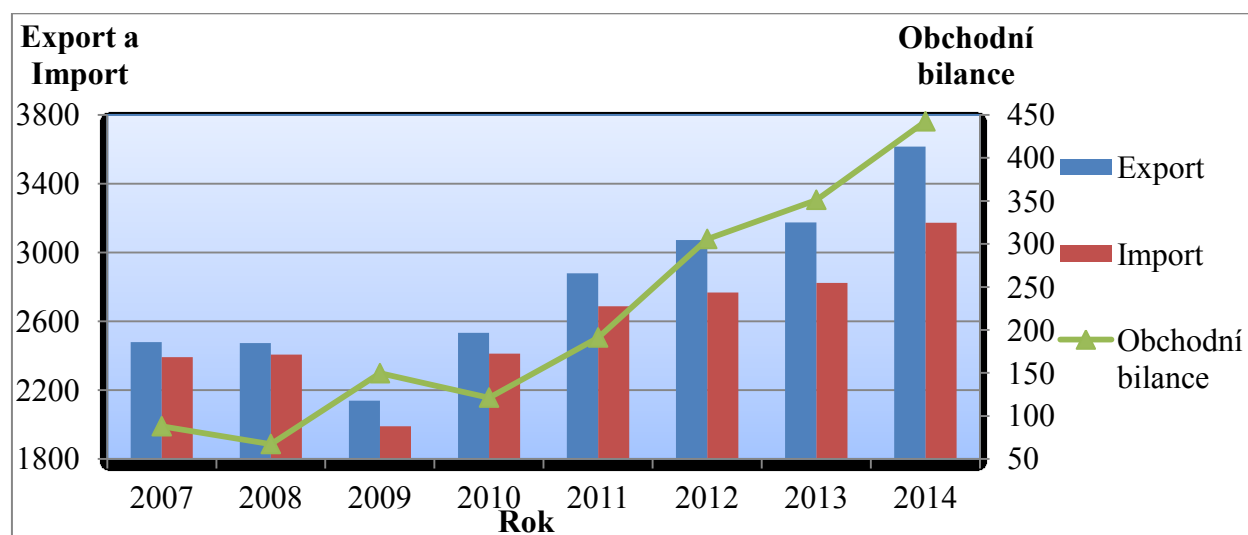
<sup>25</sup> Životopis Pavla Kohouta je umístěn v přílohové části.

<sup>26</sup> Teorie spekulativních inflačních očekávání je založena na tom, že ekonomické subjekty sledují inflační vývoj, na základě kterého si vytvářejí očekávání ohledně budoucího vývoje cen. V případě poklesu cenové hladiny, tak ekonomické subjekty mohou očekávat další pokles cen a mohou se rozhodnout vyčkávat se svými budoucími nákupy. V případě očekávaného růstu cenové hladiny mohou ekonomické subjekty učinit rozhodnutí, že své plánované budoucí nákupy učiní již nyní, aby si ekonomické statky nakoupily za současné, nižší ceny.

ekonomické subjekty tradiční, neboť neprovádějí neuvážené nákupy a v době ekonomické krize šetří. Dle jeho názoru tedy při takovémto hospodářském šoku může dojít k tomu, že se recese v ČR ještě více prohloubí. Zároveň je Pavel Kohout toho názoru, že takovéto opatření by bylo přijatelné a rozumné pouze v případě, pokud by v českém hospodářství docházelo ke značnému snižování vývozu, což není korespondující s reálnou situací v ČR, protože export je v posledních letech rostoucí.

Vývoj zahraničního obchodu ČR v letech 2007–2014 je zobrazen v grafu 3.8, ze kterého vyplývá, že export má od roku 2010 rostoucí tendenci a největšího meziročního nárůstu exportu ve sledovaném období bylo dosaženo právě v roce 2014, kdy export meziročně vzrostl o přibližně 441 mld. Kč. Ve sledovaném období byl nejnižší export a import zaznamenán v roce 2009, a to díky hospodářské krizi, naopak nejvyšší celkový export i import byl v daném období vysledován v roce 2014, což se taktéž příznivě projevilo na obchodní bilanci, která je součástí běžného účtu platební bilance, blíže viz následující kapitola.

**Graf 3.8 Vývoj zahraničního obchodu ČR v letech 2007–2014 (v mld. Kč)**



Zdroj: ČSÚ (2015b), vlastní zpracování

Dalším ekonomem, který se vyjádřil ke kroku ČNB, je Lukáš Kovanda, který je žurnalistou a hlavním ekonomem společnosti Roklen Fin a který stejně tak, jako Pavel Kohout, vnímá tento krok ČNB spíše negativně. Lukáš Kovanda učinil prohlášení

pro Českou televizi (dále jen ČT), ve kterém sám sebe zhodnotil spíše jako kritika devizových intervencí ČNB, než jako jejich obhájce, blíže viz ČT (2015).

Tento ekonom se domnívá, že jednou z hlavních příčin toho, že se nemůže ztotožnit s tímto krokem ČNB, je fakt, že v ekonomické teorii existuje celá řada ekonomických škol, které mají na problematiku inflace velmi rozporuplné názory, proto by podle něj ČNB při svém rozhodování měla zvážit více ekonomických teorií a naopak by neměla mít přílišné obavy z roztočení deflační spirály, které jsou dle něj, mimo jiného, hlavní příčinou vypuknutí současné hospodářské krize, kdy obavy z deflačního vývoje vedly americkou centrální banku (dále jen FED) k poklesu úrokových sazeb a k uvolňování levných úvěrů na kapitálový trh.

Naopak Koderová (2014) se domnívá, že rozhodnutí ČNB o zahájení devizových intervencí v listopadu roku 2013 bylo oprávněné, a to z toho důvodu, že většina historických zkušeností s deflačním vývojem byla ve světové ekonomice negativní, jako například ve dvacátých letech dvacátého století v Československu či v devadesátých letech dvacátého století v Japonsku. Navíc ČNB při již nastavených úrokových sazbách na technické nule a při poklesu cen komodit jako ropy neměla ani jinou možnost využít jiný nástroj. Toto potvrzuje i Jílek (2013), který taktéž dodává, že většina ekonomů spatřuje v deflaci negativní hrozbu pro každou ekonomiku, která se s ní potýká.

Lukáš Kovanda dále argumentuje, že v reálné ekonomice nikdy nebylo skutečně prokázáno, že by se lidé řídili spekulativním očekáváním o vývoji cen statků a služeb při uskutečňování svých nákupů. Naopak bylo v ekonomické teorii několikrát prokázáno, že se spotřebitelé při svých nákupech řídí zejména očekáváním o výši svých reálných mezd. Z tohoto důvodu je právě růst reálných mezd faktorem, který ovlivňuje rozhodnutí spotřebitelů o realizaci svých nákupů a o výši a struktuře jejich spotřebního koše. V ČT Lukáš Kovanda poukázal na příklad švýcarské ekonomiky, která se během let 2010–2013 potýkala s výrazným deflačním vývojem, nicméně zároveň tam rostla spotřeba, a to přibližně o 4 % ročně. Lukáš Kovanda se domnívá, že to bylo způsobeno právě tím, že ve Švýcarsku zároveň docházelo k růstu reálných mezd.

Dubská (2014), která provedla analýzu dopadů devizových intervencí na zvýšení konkurenceschopnosti českých exportérů, vyhodnotila, že devizové intervence ČNB přispěly

k tomu, že se česká ekonomika v současnosti nemusí potýkat s deflačním vývojem a taktéž přispěly k růstu exportu, který od zahájení devizových intervencí v listopadu roku 2013 byl vyšší než hodnota importu, blíže viz graf 3.8. Díky tomu, že ČR je malou otevřenou ekonomikou, která je značně založena na exportu, tak dle Dubské (2014) došlo k posílení konkurenceschopnosti české ekonomiky, a to zejména díky posílení konkurenceschopnosti průmyslové výroby, jejíž produkce je primárně určena na export.

Avšak růst konkurenceschopnosti exportních firem je taktéž spojován s tím, že již před zahájením devizových intervencí (a následně i po listopadu roku 2013) docházelo k rychlejšímu tempu růstu cen exportu než importu, což bylo důležité z toho hlediska, že přibližně tři čtvrtiny z dovozů do ČR jsou pouze meziprodukty, které budou dále zpracovány či upraveny. Dále v roce 2014 došlo k růstu počtu obchodů a ekonomických subjektů, jenž na území ČR obchodovaly v eurech. Dubská (2014) dále dodává, že devizové intervence ČNB měly největší dopad na podniky v ČR na konci roku 2013 a na počátku roku 2014 a poté jejich efekt slábnul.

### **3.3.2 Reakce ČNB**

ČNB na tyto názory do značné míry reagovala, a to například zřízením speciální sekce na svém oficiálním webovém sídle, poskytnutím řady rozhovorů v médiích či vydáváním řady publikací, které se tomuto tématu věnují. Dle ČNB (2014i) jsou devizové intervence, jakožto nástroj centrální banky, v odborné literatuře, např. podle Nowotny a kol. (2014), doporučovány při dezinflačním či deflačním vývoji a úrokových sazbách, které dosahují minimální hodnoty. Kromě toho ČNB se o tomto kroku radila s řadou světových centrálních bank včetně samotného MMF, či jak vyplývá z ČNB (2014j), tak ČNB dále čerpala právě např. z názorů Nowotny a kol. (2014).

Nowotny a kol. (2014) tvrdí, že devizové intervence nejsou účinné pro větší ekonomiky, které jsou zároveň relativně uzavřené. ČNB (2014j) z tohoto tvrzení vyvozuje závěr, že devizové intervence v ČR účinné budou, a to proto, že situace je v ČR jiná, díky tomu, že ČR je malou otevřenou ekonomikou. Člen bankovní rady ČNB Lubomír Lízal se např. při diskuzi v ČT vyjádřil, že ČNB zvažovala i jiné nástroje než devizové intervence, a to např. kvantitativní uvolňování, které realizuje například FED či ECB. Nicméně Lubomír Lízal v této



souvislosti dodal, že tento nástroj nebylo možno použít, protože situace v ČR je jiná než v eurozóně, a to zejména proto, že místní banky mají dostatek likvidity, takže kvantitativní uvolňování by v ČR nemělo požadovaný efekt, podrobněji viz ČT (2013).

Další nástroj, který dle ČT (2013) ČNB zvažovala jako alternativní nástroj k použití, byla možnost zavedení negativních úrokových sazeb. Lubomír Lízal k této možnosti doplnil, že negativní úrokové sazby, jakožto nástroj centrální banky, jsou používány např. v Dánsku. Nicméně hlavním problémem zde bylo stanovení záporné úrokové sazby, protože ta ve skutečnosti může být pouze mírně záporná, jinak hrozí možnost, že se ekonomické subjekty rozhodnou vybrat své vklady z finančních institucí a budou své úspory držet mimo bankovní sektor. Takováto situace by pak měla velmi závažné dopady a vedla by k vysoké nestabilitě bankovního sektoru a až k jejímu možnému kolapsu. Z těchto důvodů byly vybrány právě devizové intervence, jakožto nástroj ČNB.

### **3.4 Závěry makroekonomické analýzy**

Od roku 2013 je pro českou ekonomiku, stejně jako pro EU charakteristický dezinflační vývoj, proto také ČNB začala 7.11.2013 intervenovat na devizových trzích, aby zabránila predikovanému deflačnímu vývoji v roce 2014. V této kapitole byla provedena analýza makroekonomického vývoje v ČR během let 2007–2014. Na základě zkoumání jednotlivých makroekonomických veličin může být řečeno, že česká ekonomika byla hospodářskou krizí nejvíce zasažena v roce 2009, kdy se do recese dostal i její největší obchodní partner, a to Německo. Nicméně po oživení v následujících letech došlo opět k poklesu ekonomické výkonnosti v roce 2012 a 2013. Až v roce 2014 bylo opět dosaženo ekonomického růstu, který byl 2%.

Na oživení ekonomiky měl v roce 2014 vliv zejména nárůst zahraniční poptávky po průmyslových výrobcích, což podpořilo meziroční export a také pokles míry nezaměstnanosti na hodnotu z roku 6,1 % v roce 2014. Zahraniční obchod příznivě ovlivnil oslabený kurz CZK/EUR, na čemž se dnes shoduje většina ekonomů. Zároveň došlo k tomu, že se zvýšil počet obchodů uzavíraných v eurech na českém území. Z analýzy kurzu CZK/EUR vyplynulo, že kurz CZK/EUR byl ve sledovaném období nejstabilnější v roce 2014 a průměrný roční kurz

dosahoval hodnoty 27,53 CZK/EUR. Zároveň v roce 2014 docházelo k meziročnímu přílivu investic do ČR.

Hlavním cílem devizových intervencí ČNB bylo tedy odvrácení hrozícího deflačního vývoje v české ekonomice, který v roce 2014 nenastal. Nicméně česká ekonomika se od roku 2013 i nadále potýká s dezinflačním vývojem a průměrná míra inflace za rok 2014 dosahovala pouze 0,4 %. Jelikož měnovým cílem ČNB je dosažení míry inflace na úrovni 2 %, tak tento cíl se v roce 2014 nepodařilo naplnit. V roce 2014 taktéž v české ekonomice kromě nárůstu exportu došlo i k nárůstu importu zboží a služeb. Nicméně růst exportu byl převyšující, a to zejména díky tomu, že růst cen exportu byl vyšší než růst cen importu. Tento vývoj se velmi pozitivně projevil na obchodní bilanci.

### **3.5 Shrnutí kapitoly**

Tato kapitola byla věnována analýze devizových intervencí ČNB a jejich účinků na českou ekonomiku. Byla zde provedena makroekonomická analýza hospodářského vývoje v ČR od roku 2007 do roku 2014, a to na vybraných makroekonomických veličinách jako např. na HDP, míře nezaměstnanosti, přílivu a odlivu investic, na zahraničním obchodě, na vývoji kurzu koruny vůči euru a jeho stabilitě. Z makroekonomické analýzy vyplynulo, že rok 2014 byl rokem hospodářského oživení, ve kterém došlo k přílivu zahraničních investic do ČR, ke zvýšení konkurenceschopnosti českých exportérů, k růstu ekonomiky o 2 % a taktéž k poklesu míry nezaměstnanosti.

V této kapitole byla taktéž provedena odborná diskuze ekonomů na téma devizových intervencí ČNB. Názory jednotlivých ekonomů jsou velmi protichůdné, nicméně většina ekonomů v současnosti přiznává, že ekonomické oživení ČR v roce 2014 bylo pozitivně ovlivněno mimo jiného i oslabením kurzu koruny. Představitelé bankovní rady ČNB rozhodnutí o zahájení asymetrického kurzového závazku obhajovali a v řadě rozhovorů taktéž vysvětlovali nutnost tohoto kroku.

Z makroekonomické analýzy dále vyplynulo, že míra inflace v roce 2014 činila 0,4 %, což je hodnota o 1 procentní bod nižší než v předchozím roce a že se česká ekonomika v současnosti i nadále potýká s dezinflačním vývojem. Nicméně během roku 2014 nedošlo

k deflačnímu vývoji, a to i přes to, že od druhého pololetí roku 2014 až do konce roku 2014 docházelo k poklesu cen ropy na světových trzích, za což řada ekonomů přikládá zásluhu právě ČNB a jejím devizovým intervencím. Díky jednostrannému kurzovému závazku ČNB byl kurz CZK/EUR ve sledovaném období 2007–2014 nejstabilnější.

Díky nedostupnosti dat pro rok 2014 se v této kapitole nepodařilo analyzovat vývoj přílivu a odlivu investic a HDP v PPS per capita v roce 2014. Jako hlavní zdroje statistických dat pro tuto kapitolu sloužily statistiky od ČNB (2015n), ČSÚ (2015d), EUROSTATU (2015c) a CZECHINVESTU (2015).

V následující kapitole bude provedeno vyhodnocení dopadů devizových intervencí ČNB na českou ekonomiku a na potenciální přijetí eura, a to v zejména v letech 2013, 2014 a v prvním čtvrtletí roku 2015. Konkrétně zde bude vyhodnocen dopad devizových intervencí na inflační vývoj v české ekonomice, na HDP, míru nezaměstnanosti a na zahraniční obchod a taktéž zde bude vyhodnoceno, zda na praktickém příkladě ČR byla ověřena ekonomická teorie J-křivky či nikoliv. V neposlední řadě bude ve čtvrté kapitole vyhodnocen již zmiňovaný dopad devizových intervencí na potenciální přijetí eura ČR, a to na základě vyhodnocení naplňování konvergenčních kritérií.

## **4. Vyhodnocení dopadů devizových intervencí ČNB na potenciální přijetí eura**

V následující kapitole bude provedeno vyhodnocení dopadů devizových intervencí na českou ekonomiku a na potenciální přijetí eura, a to na základě vývoje vybraných makroekonomických veličin a na základě plnění Maastrichtských konvergenčních kritérií. Nicméně velmi často vyvstává otázka toho, zda se vůbec devizové intervence ČNB dají nějakým způsobem vyhodnotit a jak, protože nikdo přesně neví, jaké by byly současné hodnoty skutečné míry inflace a jiných makroekonomických veličin bez tohoto kroku ČNB.

V následující kapitole bude tedy vyhodnocen dopad devizových intervencí na českou ekonomiku, a to přes jednotlivé složky národního hospodářství. Konkrétně zde bude vyhodnoceno, jaký je současný ekonomický vývoj v ČR, zda koresponduje s inflačními prognózami ČNB z roku 2013 a zda tento krok ČNB již přispěl k naplnění jejího hlavního cíle. Dále zde bude věnována pozornost současnému vývoji měnového kurzu, dopadu na export a import, platební bilanci a v neposlední řadě také na HDP a míru nezaměstnanosti.

Mimo jiného bude v této kapitole na praktickém příkladě České republiky ověřena teorie J-křivky a bude zde provedeno již zmíněné vyhodnocení dopadů devizových intervencí na potenciální přijetí eura ČR. U vyhodnocení dopadů devizových intervencí na českou ekonomiku bude časovou řadou rok 2013 až první čtvrtletí roku 2015. Nicméně díky nedostupnosti dat může být tato časová řada zkrácena, a to pouze na rok 2013, 2014 či pouze do ledna roku 2015. U vyhodnocení dopadů devizových intervencí na potenciální přijetí eura bude vyhodnoceno naplňování konvergenčních kritérií ČR od roku 2007 do roku 2014. Kvůli nedostupnosti dat nebude vyhodnocováno naplňování čtyř konvergenčních kritérií ČR v prvním čtvrtletí roku 2015. Hlavními zdroji statistických dat pro tuto kapitolu jsou ČNB (2015n), ČSÚ (2015d) a EUROSTAT (2015c).

## 4.1 Dopady devizových intervencí na českou ekonomiku

V následující podkapitole bude provedeno vyhodnocení dopadu devizových intervencí ČNB na českou ekonomiku, a to na základě vývoje vybraných makroekonomických veličin jako např. na základě vývoje zahraničního obchodu od roku 2013 až do ledna roku 2015. Rovněž zde bude ověřena ekonomická teorie J-křivky.

### 4.1.1 Vývoj měnového kurzu a míry inflace

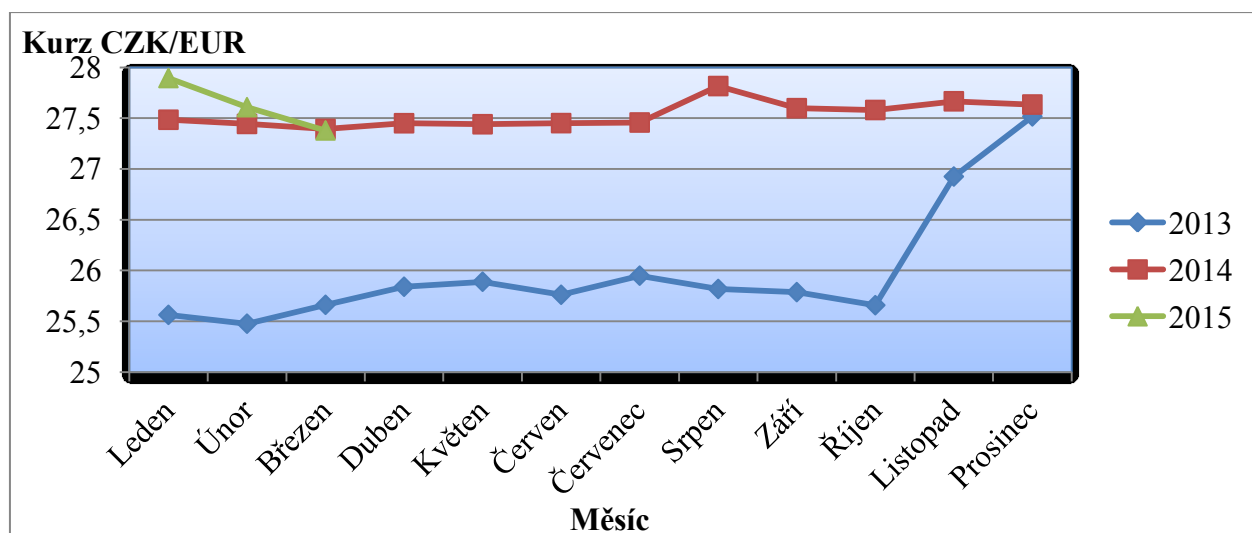
Jak již bylo uvedeno, tak hlavním cílem ČNB bylo zabránit deflačnímu vývoji v ČR, a to zejména z důvodu obavy, že by v české ekonomice mohlo dojít k roztočení deflační spirály a česká ekonomika by se tak mohla dostat do začarovaného kruhu deflace. Nicméně devizové intervence ČNB, které oslabily kurz koruny, měly daleko širší ekonomické dopady, než pouze ovlivnění míry inflace.

V únoru roku 2015 ČNB ve svém prohlášení potvrdila, že bude intervenovat nejméně do roku 2016, přičemž úrokové sazby budou i nadále nastaveny na technické nule a taktéž potvrdila svůj jednostranný kurzový závazek, tedy udržování kurzu koruny vůči euru na 27 Kč za euro. Vývoj kurzu CZK/EUR v letech 2013–2015 je zobrazen v grafu 4.1<sup>27</sup>. V roce 2013 kurz CZK/EUR osciloval okolo hodnoty 26 CZK/EUR, a to až do října roku 2013. V listopadu roku 2013 ČNB vyhlásila svůj asymetrický kurzový závazek k udržování kurzu na hodnotě 27 CZK/EUR. Od října roku 2013 do prosince téhož roku tak kurz CZK/EUR vzrostl o 2 CZK/EUR. V roce 2014 kurz CZK/EUR osciloval okolo hodnoty 27,50 CZK/EUR a v lednu roku 2015 dosahoval hodnoty téměř 28 CZK/EUR, poté kurz koruny posiloval do března roku 2015, kdy průměrný kurz CZK/EUR dosáhl hodnoty 27,50 Kč za euro.

---

<sup>27</sup> Průměrný kurz CZK/EUR v letech 2007–2015 se nachází v přílohové části.

**Graf 4.1 Vývoj kurzu CZK/EUR v letech 2013–2015**



Zdroj: ČNB (2015f), vlastní zpracování

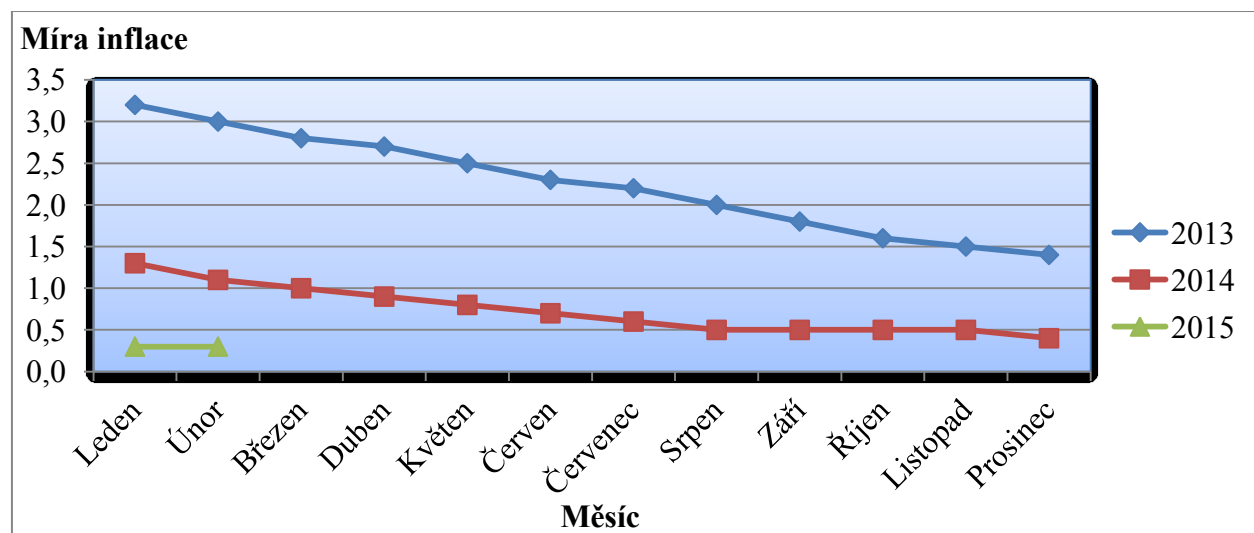
Zároveň s oslabováním kurzu CZK/EUR dochází i k oslabování kurzu koruny vůči jiným měnám. Nicméně zatímco oslabování koruny vůči euru je cílené, tak vývoj kurzu koruny vůči ostatním měnám, jako např. k USD, britské libře (dále jen GBP) a japonskému jenu (dále jen JPY) je zcela přirozený a spontánní. V časové řadě 2013–2015 kurz koruny z hlavních světových měn nejvíce oslabil vůči britské libře, proto je vývoj kurzu CZK/GBP společně s vývojem průměrného ročního kurzu CZK vůči těmto měnám umístěn v příloho­vé části.

Primárním cílem devizových intervencí ČNB bylo zabránit dezinflačnímu vývoji, který by se mohl dále prohloubit v deflační vývoj v české ekonomice. O vlivu devizových intervencí na míru inflace v ČR v letech 2013–2015 má vypovídající schopnost graf 4.2<sup>28</sup>, ze kterého je jasně patrné, že nejvyšší míra inflace ve sledovaném období byla v ČR dosažena krátce po zahájení devizových intervencí, a to v prosinci roku 2013, při hodnotě míry inflace 1,4 % a následně v lednu roku 2014, při hodnotě míry inflace 1,3 %. Pro následující měsíce je charakteristický dezinflační vývoj. V dubnu roku 2014 poprvé klesla míra inflace pod spodní intervenční bod ČNB, tedy pod 1 %. Od srpna roku 2014 míra inflace oscilovala okolo hodnoty 0,5 %. Na počátku roku 2015 se míra inflace pohybovala okolo hodnoty 0,3 %. V současnosti tedy i nadále pokračuje dezinflační vývoj v české ekonomice a míra inflace

<sup>28</sup> V grafu 4.2 je míra inflace dle ČSÚ (2015a) vyjádřena jako: „Přírůstek průměrného ročního indexu spotřebitelských cen a vyjadřuje procentní změnu průměrné cenové hladiny za posledních 12 měsíců oproti průměru 12 předchozích měsíců.“ Údaje za březen roku 2015 nejsou dostupné.

na počátku roku 2015 dosahuje minimálních hodnot od zahájení devizových intervencí ČNB v roce 2013. Z těchto údajů vyplývá, že hlavní cíl ČNB se prozatím nedaří naplňovat, otázkou však zůstává, jaká by v současnosti byla skutečná míra inflace bez zásahu ČNB.

**Graf 4.2 Vývoj míry inflace v ČR v jednotlivých měsících roku 2013–2015 (v %)**



Zdroj: ČSÚ (2015a), vlastní zpracování

Navíc, již v roce 2013 člen bankovní rady ČNB, Lubomír Lízal ve svém projevu v ČT (2013) uvedl, že dopady devizových intervencí ČNB se projeví nejdříve v roce 2014, s velkou pravděpodobností však až v roce 2015. I přesto, že dle původní prognózy ČNB z roku 2013, která je součástí přílohové části, a dle scénáře používání kurzu měla míra inflace již na přelomu třetího a čtvrtého čtvrtletí roku 2014 dosahovat hodnoty okolo 2 %. Nicméně z tabulky 4.2 vyplývá, že se v tomto období skutečná míra inflace pohybovala v rozmezí okolo 0,5 %. Dle Finančních novin (2014a) i přesto v současné době většina ekonomů hodnotí pozitivně rozhodnutí ČNB o oslabení měnového kurzu, a to zejména v oblasti právě míry inflace. Např. ekonom společnosti Deloitte, David Marek věří, že bez zásahu ČNB by se ČR v současnosti potýkala s možným deflačním vývojem.

ČNB v roce 2015 taktéž zveřejnila svou prognózu inflace pro následující vývoj, která je rovněž součástí přílohové části. Z této prognózy vyplývá, že v roce 2015 bude míra inflace oscilovat okolo hodnoty 0 % a hodnoty 1% míry inflace by mělo být dosaženo až v prvním čtvrtletí roku 2016. Již před zveřejněním nové inflační prognózy pro následující rok

se viceguvernér Vladimír Tomšík ve svém prohlášení vyjádřil, že je možné, že dojde k prodloužení devizových intervencí ČNB za horizont roku 2016, blíže viz ihned (2015). Z výsledků aktuální prognózy ČNB a ze současného vývoje míry inflace je to dle mého názoru velmi pravděpodobné. Z posledních zpráv vyplývá, že s odstupem času většina ekonomů hodnotí toto rozhodnutí ČNB kladně, stejně tak jako ČNB samotná, i když ta zároveň dodává, že s novou prognózou se míra nejistoty vývoje míry inflace zvýšila, podrobněji viz ČNB (2015j).

V současnosti tedy i nadále pokračuje dezinflační vývoj v české ekonomice a míra inflace na počátku roku 2015 dosahuje minimálních hodnot od zahájení devizových intervencí ČNB v roce 2013. Zároveň nedošlo k naplnění původních inflačních prognóz ČNB z roku 2013 o vývoji míry inflace v ČR v roce 2014, kde se předpokládalo, že při použití devizových intervencí již ve třetím nebo čtvrtém čtvrtletí roku 2014 bude v české ekonomice vykazována míra inflace okolo 2 %. Z údajů o míře inflace dále vyplývá, že hlavní cíl ČNB se prozatím nedaří naplňovat a dle mého názoru na základě těchto informací je velmi pravděpodobně možné očekávat, že ČNB neukončí devizové intervence v roce 2016, jak původně zamýšlela, nicméně dojde k jejich prodloužení do delšího časového horizontu či dokonce k možnému navýšení jednostranného kurzového závazku na hodnotu převyšující 27 CZK/EUR. Avšak je potřeba také dodat, že do současnosti nedošlo ani k deflačnímu vývoji v ČR.

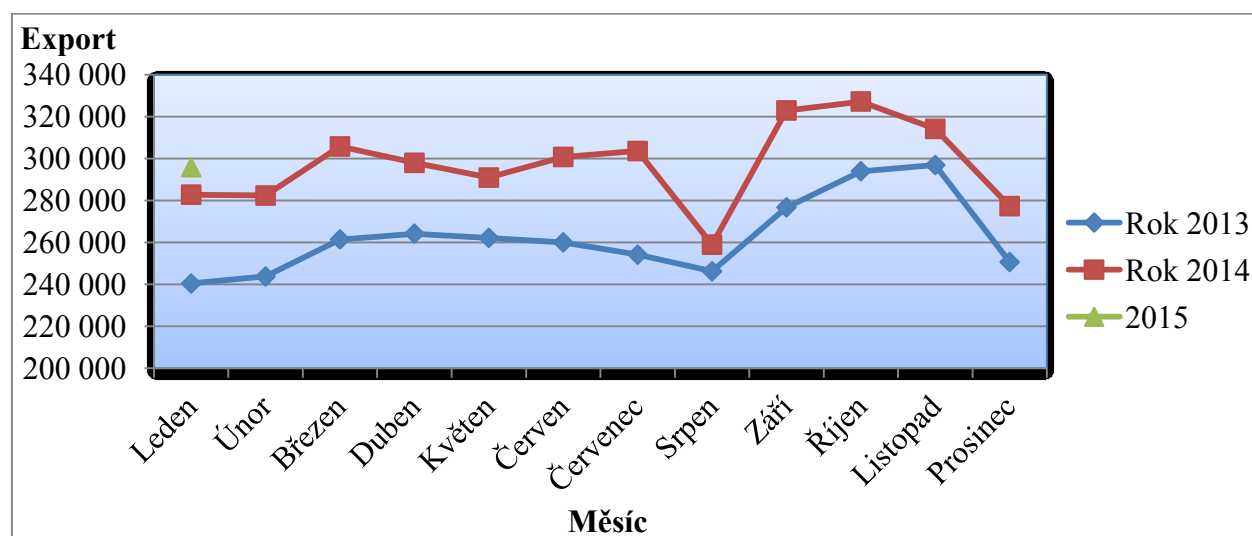
#### **4.1.2 Dopad na běžný účet platební bilance a ověření teorie J-křivky**

Dle ekonomické teorie by oslabení kurzu mělo z dlouhodobého hlediska vést k růstu exportu a snížení se importu, a to proto, že exportéři za své výrobky a služby inkasují vyšší tržby a mohou tedy vytvářet i vyšší zisk. Naopak dovážené zboží se pro tuzemské spotřebitele stane dražší, a to díky oslabené měně, na základě čehož by mělo dojít k jeho poklesu. Z krátkodobého pohledu by však mělo dojít k růstu importu při nezměněném exportu a tedy k poklesu čistého exportu (dále jen NX), který se projeví prohloubením se deficitu na běžném účtu platební bilance, a to právě díky tomu, že obchodní bilance tvoří jednu z jeho nejvýznamnějších složek, blíže viz Jurečka a kol. (2010). Proto tato podkapitola bude zaměřena na vývoj českého zahraničního obchodu, a to nejprve z dlouhodobého hlediska a následně z krátkodobého hlediska, kde bude také ověřena teorie J-křivka na případu ČR.



Z grafu 4.3<sup>29</sup> vyplývá, že v roce 2013 roční export v ČR dosahoval hodnoty 3 150 846 mil. Kč. V roce 2014 se roční export v ČR zvýšil na hodnotu 3 565 239,4 mil. Kč. Roční nárůst tak činil zhruba 414 393,4 mil. Kč a průměrný měsíční nárůst činil přibližně 34 532,8 mil. Kč. Nejvyšší hodnota exportu za rok 2013 byla naměřena v listopadu roku 2013. Těsně po začátku devizových intervencí v prosinci roku 2013 export poklesl a v lednu roku 2014 došlo opět k jeho nárůstu, a to na hodnotu 282 819,2 mil. Kč. V roce 2014 byla maximální hodnota českého exportu naměřena v říjnu. Na základě porovnání grafu 3.8 s grafem 4.3, ve kterém je znázorněn vývoj exportu ČR od roku 2007–2013, může být konstatováno, že český export má v období 2007–2015 prozatím rostoucí tendenci a zároveň na základě sledování dané časové řady může být konstatováno, že export v letech 2013 a 2014 periodicky kolísal. Hodnota exportu za leden 2015 převyšuje lednové hodnoty exportu dvou předchozích let.

**Graf 4.3 Vývoj exportu zboží a služeb v ČR v letech 2013–2015 (v mil. Kč)**



Zdroj: ČNB (2014k), ČNB (2015k), ČNB (2015m), vlastní zpracování

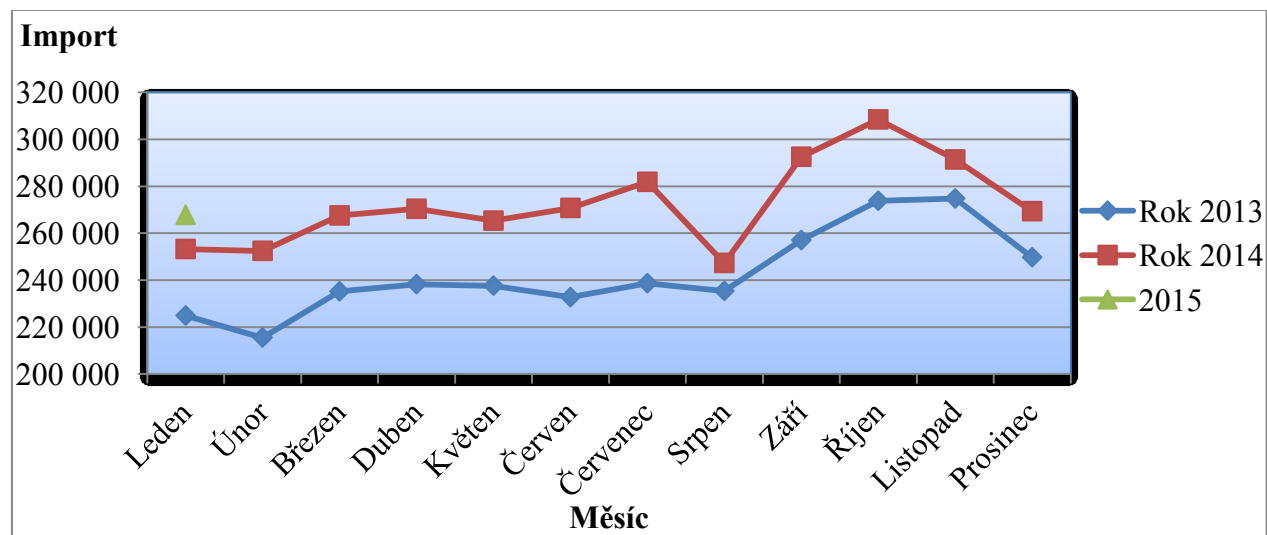
Růst exportu v roce 2014 byl způsoben zejména rostoucí poptávkou v automobilovém průmyslu. Již v březnu se meziměsíční poptávka po automobilech zvýšila o 16 % a proto, jak vyplývá z Finančních novin (2014b) a z Finančních novin (2015), bylo v ČR v březnu vyprodukováno zhruba o třetinu automobilů více, než v předcházejícím měsíci. Dále, jak vyplývá ze serveru Kurzy (2015), tak od přelomu července a srpna roku 2014 Organizace zemí vyvážející ropu (dále jen OPEC) začala snižovat ceny ropy (až do ledna roku 2015), což se také projevilo

<sup>29</sup> Z důvodů nedostupnosti dat, v grafu 4.3 je sledován vývoj českého exportu pouze za leden 2015.

na růstu poptávky po automobilech a tím i na růstu vývozu automobilů vyrobených v ČR. To vše vedlo až k dosažení maximální hodnoty exportu v říjnu roku 2014 o celkové hodnotě 327 285,8 mil. Kč.

Z grafu 4.4<sup>30</sup> dále vyplývá, že v roce 2013 import v ČR dosahoval přibližně 2 913 513,5 mil. Kč. V roce 2014 se roční import v ČR zvýšil na hodnotu 3 270 468,3 mil. Kč. Meziroční nárůst importu tak činil přibližně 356 954,8 mil. Kč a průměrný měsíční nárůst dovozu činil přibližně 29 746,2 mil. Kč. Maximální hodnoty dovozu v ČR bylo v roce 2013 dosaženo v listopadu, kdy tato hodnota činila 274 769,7 mil. Kč. V roce 2014 bylo maximálního objemu importu v ČR zaznamenáno v říjnu roku 2014. Na základě sledování dané časové řady může být konstatováno, že import v letech 2013 a 2014 periodicky kolísal. Hodnota importu v lednu roku 2015 převyšovala lednové hodnoty z roku 2013 i 2014.

**Graf 4.4 Vývoj importu zboží a služeb v ČR v letech 2013–2015 (v mil. Kč)**



Zdroj: ČNB (2014k), ČNB (2015k), ČNB (2015m), vlastní zpracování

V roce 2014 byl nejvýraznější růst importu zaznamenán v triádě měsíců září, říjen a listopad, přičemž maximální hodnoty bylo dosaženo právě v říjnu roku 2014. Dle ČSÚ (2014g) v tomto měsíci došlo k poklesu cen minerálních paliv v ČR o 3,5 % a k poklesu cen potravin o 0,5 %. Hlavní důvod je tedy spatřován právě v poklesu ceny ropy na světových trzích, která v říjnu roku 2014 dosahovala hodnoty zhruba 85 USD/barel, podrobněji viz Kurzy (2015).

<sup>30</sup> Z důvodů nedostupnosti dat, v grafu 4.4 je sledován vývoj českého importu pouze za leden roku 2015.

Závěrem tedy lze říci, že i když se předpokládalo, že se import v roce 2014 sníží, a to kvůli oslabení měny, tak opak je pravdou a import v roce 2014 vzrostl o přibližně 256 954,8 mil. Kč.

Z krátkodobého hlediska v prosinci roku 2013<sup>31</sup> došlo k poklesu českého exportu zboží a služeb o přibližně 46 277,4 mil. Kč oproti listopadu téhož roku, kdy byly devizové intervence zahájeny. Od ledna 2014 byl však zaznamenán opětovný nárůst českého exportu, a to o přibližně 32 168 mil. Kč oproti předcházejícímu měsíci. V prosinci 2013<sup>32</sup> došlo i k poklesu importu ČR, a to o cca 25 042,7 mil. Kč oproti předcházejícímu měsíci. Nicméně již v lednu roku 2014 byl už zaznamenán opětovný nárůst hodnoty importu, a to o 3 511,2 mil. Kč oproti předchozímu měsíci, viz graf 4.3 a 4.4.

Vývoj obchodní bilance je znázorněn v grafu 4.5<sup>33</sup>. Roční minimum NX bylo v roce 2013 dosaženo v prosinci, a to při hodnotě 924 mil. Kč. V lednu roku 2014 byl zaznamenán masivní nárůst NX oproti prosinci předcházejícího roku, a to o přibližně 28 657 mil. Kč. Meziroční nárůst čistého exportu tedy činil 57 438,7 mil. Kč a průměrný měsíční nárůst NX v roce 2014 oproti předcházejícímu roku činil přibližně 4 786,6 mil. Kč. Řada odborníků shrnuje tři hlavní důvody výsledku českého zahraničního obchodu za rok 2014, a to pokles cen ropy na světových trzích, růst zahraniční poptávky a oslabení kurzu koruny vůči euru. Dále může být uvedeno, že obchodní bilance byla od dubna do září a následně od listopadu do prosince roku 2014 periodicky kolísavá ve srovnání s předcházejícím rokem. Naopak od ledna do března roku 2014 docházelo k vychýlení se periodického kolísání v časové řadě, což může být dopadem devizových intervencí ČNB.

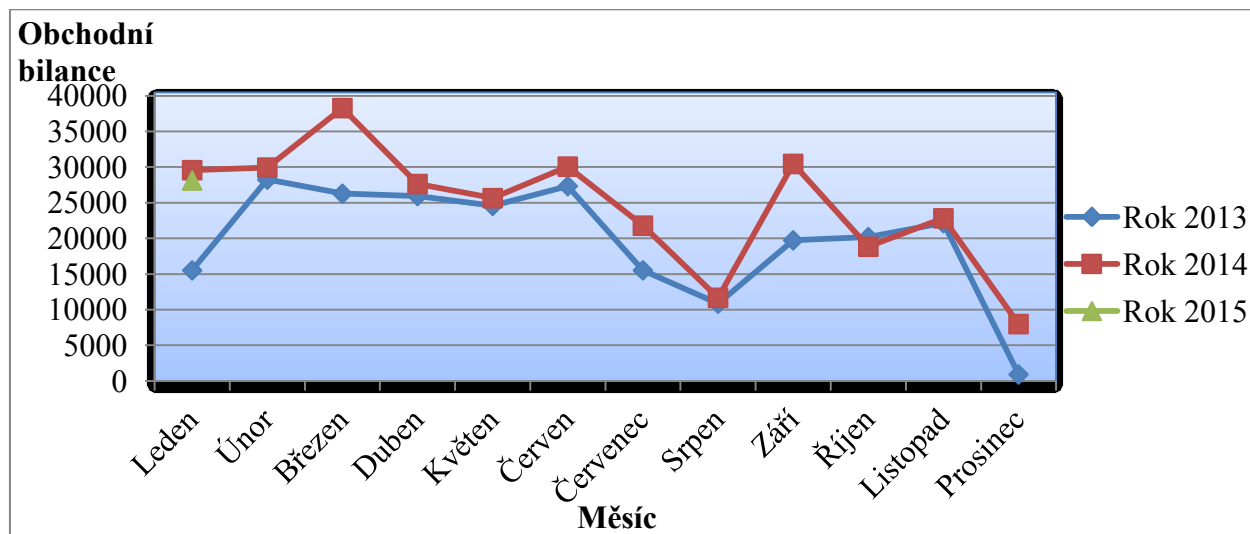
---

<sup>31</sup> Nicméně statisticky v prosinci každého roku dochází k meziměsíčnímu snížení exportu, a to kvůli sezónním vlivům.

<sup>32</sup> Nicméně statisticky v prosinci každého roku dochází k meziměsíčnímu snížení importu, a to kvůli sezónním vlivům.

<sup>33</sup> Z důvodů nedostupnosti dat v grafu 4.5 je sledován vývoj obchodní bilance běžného účtu platební bilance pouze za leden roku 2015.

**Graf 4.5 Vývoj obchodní bilance běžného účtu platební bilance v ČR v letech 2013–2015 (v mil. Kč)**



Pozn: Obchodní bilance v prosinci roku 2013 dosahovala hodnoty 924 mil. Kč

Zdroj: ČNB (2014k), ČNB (2015k), ČNB (2015m), vlastní zpracování

Maximálního NX bylo v roce 2014 dosaženo v březnu, a to při hodnotě 38 288,5 mil. Kč. Hlavní důvod březnového vývoje čistého exportu je dle Finančních novin (2015) spatřován zejména v tom, že v březnu roku 2014 došlo k nárůstu zahraniční i tuzemské poptávky po průmyslové výrobě, zejména po automobilech, a to o 16 % oproti předcházejícímu měsíci, na základě čehož vzrostla automobilová produkce zhruba o třetinu oproti předcházejícímu měsíci. Graf 4.5 doplněný o vývoj importu a exportu je umístěn v přílohové části.

Z grafu 4.6 je patrné, že po znehodnocení měny v listopadu roku 2013 došlo k prohloubení deficitu na běžném účtu platební bilance, které však bylo pouze velmi krátkodobé a trvalo pouze do prosince roku 2014. V lednu 2014 byl běžný účet platební bilance již přebytkový. Dle mého názoru může být konstatováno, že ekonomická teorie J-křivky, byla na praktickém příkladu České republiky ověřena, nicméně v tomto případě zde taktéž svou roli sehrál fakt, že zde byly zkoumány právě měsíce listopad, prosinec a leden, protože dlouhodobě je vždy v prosinci každého roku čistý export nejnížší za uplynulý kalendářní rok, a to díky sezónním vlivům.

**Graf 4.6 Vývoj běžného účtu platební bilance ČR v letech 2013–2014 (v mld. Kč)**



Zdroj: ČNB (2015I), vlastní úprava

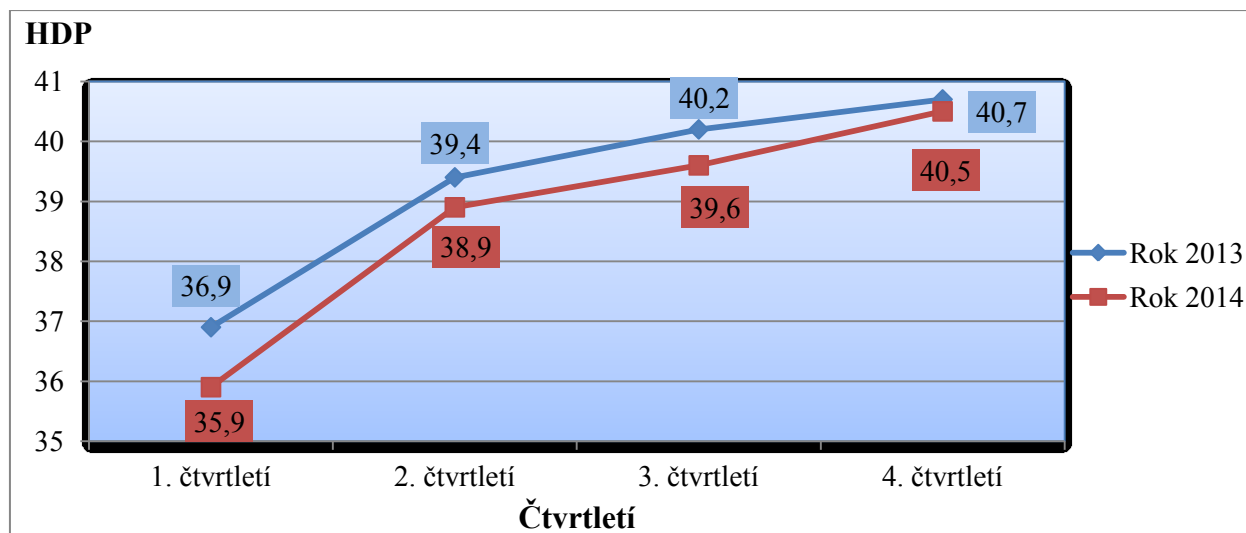
#### 4.1.3 Dopad na HDP a zaměstnanost

Jedním z klíčových ekonomických ukazatelů je hrubý domácí produkt a míra nezaměstnanosti. ČNB na počátku roku 2014 uvedla, že znehodnocení měnového kurzu v konečném důsledku povede k ekonomickému růstu a ke snižující se nezaměstnanosti v českém ekonomickém prostředí, podrobněji viz ČNB (2014I).

Čtvrtletní vývoj HDP v ČR v letech 2013 a 2014 je zobrazen v grafu 4.7<sup>34</sup>. Ve srovnání s rokem 2013 HDP v každém čtvrtletí roku 2014 dosahovalo nižších hodnot než ve stejných čtvrtletích předcházejícího roku. Zároveň byl HDP v každém čtvrtletí roku 2014 nižší, než ve čtvrtém čtvrtletí roku 2013. Dle Eurostatu (2015) v roce 2013 celkový HDP činil přibližně 157,2 mld. EUR a v průměru za jednotlivá čtvrtletí pak 39, 3 mld. EUR. V roce 2014 roční HDP činil 154, 9 mld. EUR a čtvrtletní průměr dosahoval přibližné hodnoty 38, 8 mld. EUR. Roční HDP tak klesl o 2,3 mld. EUR a čtvrtletní průměrné HDP bylo o 575,6 tis. EUR menší, než v roce 2013, nicméně roční propad HDP činil pouze necelé 2 %.

<sup>34</sup> Z důvodů nedostupnosti dat v grafu 4.7 není zkoumán vývoj HDP v PPS a míra růstu HDP a HDP v běžných cenách je zkoumána pouze za první měsíce roku 2015.

**Graf 4.7 Čtvrtletní vývoj HDP v ČR v letech 2013–2014 (v běžných cenách, v mld. EUR)**

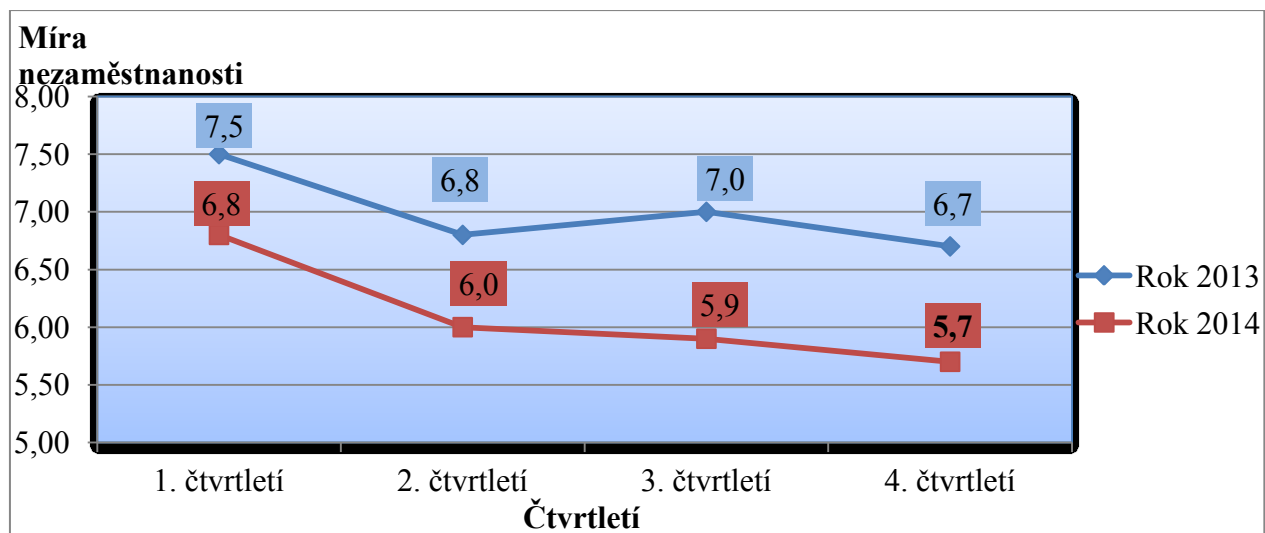


Zdroj: EUROSTAT (2015a), vlastní zpracování

Jak již bylo uvedeno, tak dalším z klíčových ukazatelů je míra nezaměstnanosti. Jak vyplývá z grafu 4.8<sup>35</sup>, tak za rok 2013 obecná míra nezaměstnanosti v ČR činila přibližně 7 %. Obecná míra nezaměstnanosti za rok 2014 dosáhla hodnoty nižší, a to o 0,9 procentních bodů, tedy 6,1 %. Zároveň byla sledovaná veličina v jednotlivých čtvrtletích roku 2014 vždy nižší než ve srovnatelném čtvrtletí předcházejícího roku. V porovnání se čtvrtým čtvrtletím roku 2014 byla obecná míra nezaměstnanosti vyšší jen v prvním čtvrtletí roku 2014, a to v průměru o 1 procentní bod. Podle Hospodářských novin (2015) hlavní faktory meziročního poklesu obecné míry nezaměstnanosti mohou být spatřovány v rostoucí poptávce firem a jejich následné tvorbě nových pracovních míst, a to zejména v průmyslu. Zároveň také meziročně došlo ke zvýšení počtu podnikatelů v tuzemsku, s čímž je také spojen růst zaměstnávání rodinných příslušníků. V neposlední řadě díky velmi mírné zimě, sezónní práce pokračovaly i v zimních měsících, a to zejména ve stavebnictví.

<sup>35</sup> Z důvodů nedostupnosti dat v grafu 4.8 není zkoumán vývoj obecné míry nezaměstnanosti za první měsíce roku 2015.

**Graf 4.8 Čtvrtletní vývoj obecné míry nezaměstnanosti v ČR za léta 2013 a 2014 (v %)**



Zdroj: ČSÚ (2013), ČSÚ (2014f), vlastní zpracování

Ve shrnutí tedy v roce 2014 nedošlo k růstu HDP v běžných cenách, nicméně díky nedostupnosti dat o HDP v PPS, který je přesnějším ukazatelem, byl použit pouze ukazatel HDP v běžných cenách, který je nepřesný a má nízkou vypovídající schopnost. Naopak dle grafu 3.1 mělo v roce 2014 dojít ke 2% růstu HDP. Avšak, jak bylo očekáváno, tak v roce 2014 byl v české ekonomice zaznamenán velmi pozitivní vývoj obecné míry nezaměstnanosti, která za rok 2014 poklesla ze 7 % na hodnoty 6,1 %, tedy o 0,9 procentních bodů oproti minulému kalendářnímu roku.

## **4.2 Dopady na potenciální přijetí eura**

Členský stát, který si přeje stát se součástí Hospodářské a měnové unie (dále jen HMU) a přijmout tak společnou měnu euro, musí splnit kritéria vstupu, která jsou známá jako Maastrichtská kritéria, a to protože byly poprvé představeny Maastrichtskou smlouvou, která vstoupila v platnost 1.11.1993, blíže viz De Grauwe (2014). Konvergenční kritéria jsou definována v článku 140 Smlouvy o fungování Evropské unie (dále jen SFEU), podrobněji viz EUR-LEX (2015) a konkrétně jsou sledována čtyři kritéria, a to:

- kritérium cenové stability,
- kritérium dlouhodobých úrokových sazeb,

- kritérium kurzové stability,
- a kritérium udržitelnosti veřejných financí.

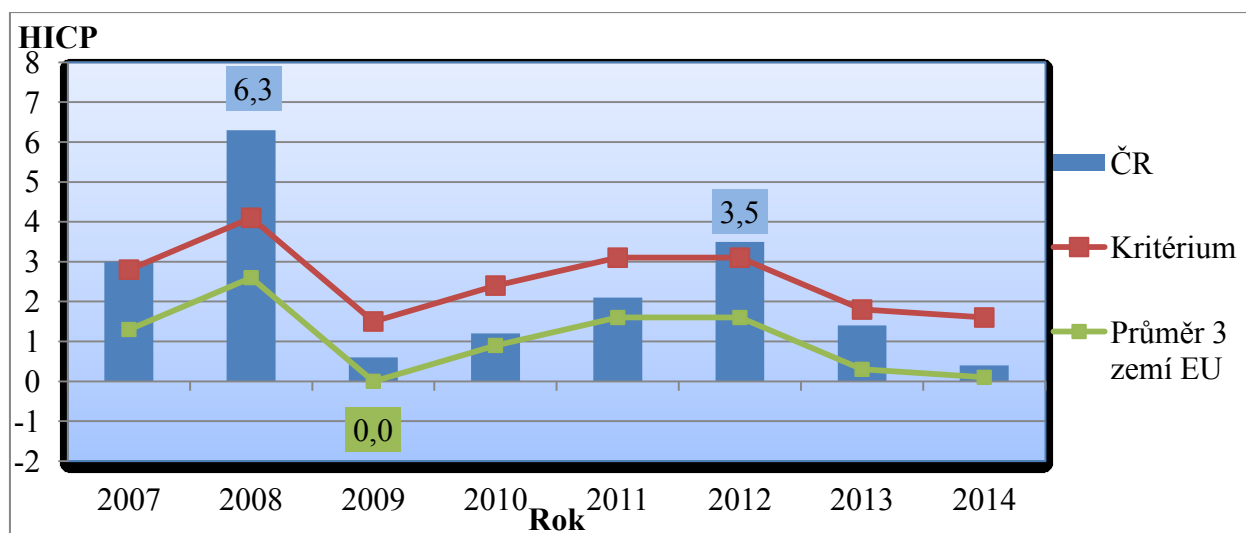
Na základě **kritéria cenové stability** je vyhodnocováno, zda průměrná roční míra inflace, která je sledována pomocí HICP, nepřekračuje o více než 1,5 procentních bodů více než tři členské státy, které v oblasti cenové stability za daný rok dosáhly nejlepších výsledků. Podle **kritéria dlouhodobých úrokových sazeb** nesmí roční průměrná dlouhodobá nominální úroková sazba o více než dva procentní body překročit úrokovou sazbu tří členských států, které nejlépe splňovaly kritérium cenové stability. Dalším kritériem je **kritérium kurzové stability**, které zavádí povinnost státu přející si vstoupit do HMU, aby se připojil do Evropského mechanismu směnných kurzů II (dále jen ERM II), kde bude jeho měna zafixována vůči euru po dobu alespoň dvou let, přičemž během této doby nesmí dojít k devalvaci měny vůči euru.

Posledním **kritériem je udržitelnost veřejných financí**, ze kterého vyplývá, že veřejný dluh členského státu nesmí překročit 60 % HDP a zároveň schodek veřejných financí k HDP nepřekračuje 3 % HDP, podrobněji viz Zavedenieura (2015). Nicméně ve SFEU je dále doplněno, že v posuzování připravenosti členského státu na přijetí společné měny bude taktéž přihlédnuto k vývoji platební bilance, k integraci trhů a k různým cenovým indexům, dále blíže viz De Grauwe (2014).

Naplňování kritéria cenové stability ČR je zobrazeno v grafu 4.9, z něhož je patrné, že ČR v letech 2007 a 2008 dosahovala vyšší míru inflace, než byl průměr tří zemí EU, které v této oblasti dosáhly nejlepšího výsledku. V letech 2009–2011 ČR toto konvergenční kritérium splňovala. V roce 2012 docházelo ve světové ekonomice k růstu cen ropy a v ČR byla míra inflace vyšší o 0,4 procentního bodu, než byl průměr tří zemí, které v tomto roce dosáhly nejnižší míry inflace. Pro rok 2013 a 2014 už je pro ČR charakteristické, že kritérium cenové stability opět naplňuje.



**Graf 4.9 ČR a naplňování kritéria cenové stability**

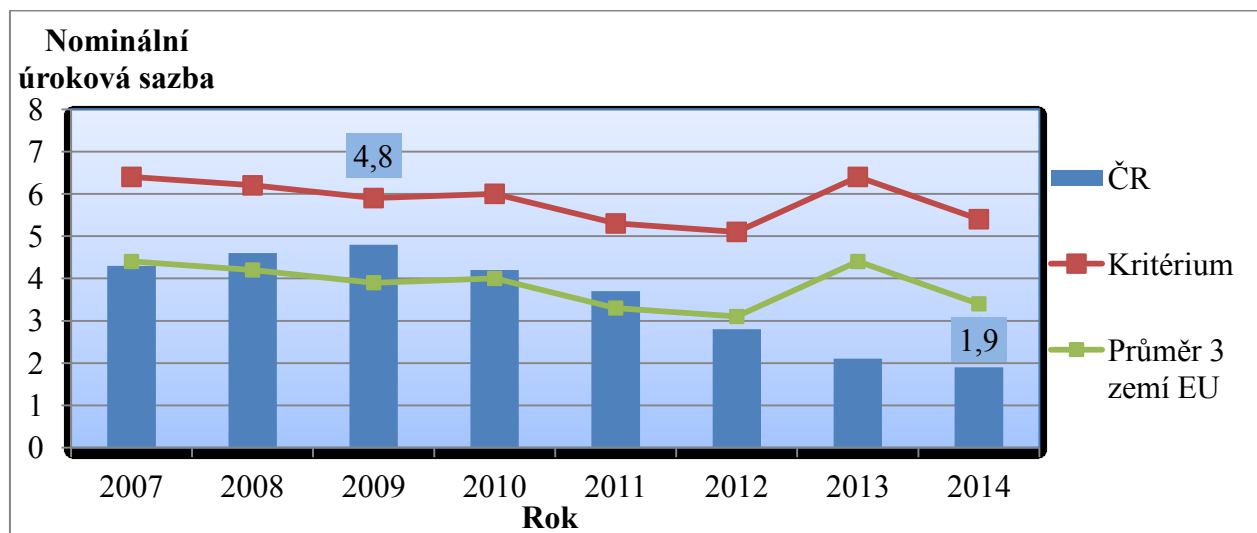


Pozn: Za rok 2014 jsou data spočítána pouze do měsíce září včetně, a to kvůli nedostupnosti dat

Zdroj: ČNB (2008), ČNB (2010), ČNB (2012a), ČNB (2014n), ČSÚ (2015e), vlastní zpracování

V grafu 4.9 je zobrazeno naplňování kritéria dlouhodobých úrokových sazeb Českou republikou. V období let 2007–2014 ČR v každém roce toto kritérium splňovala. Na základě údajů, které jsou zobrazeny ve výše uvedeném grafu, může být tedy konstatováno, že ČR dlouhodobě naplňuje kritérium dlouhodobých úrokových sazeb.

**Graf 4.10 ČR a naplňování kritéria dlouhodobých úrokových sazeb**



Pozn: Za rok 2014 jsou data spočítána pouze do měsíce září včetně, a to kvůli nedostupnosti dat

Zdroj: ČNB (2008), ČNB (2010), ČNB (2012a), ČNB (2014n), ČSÚ (2015e), vlastní zpracování

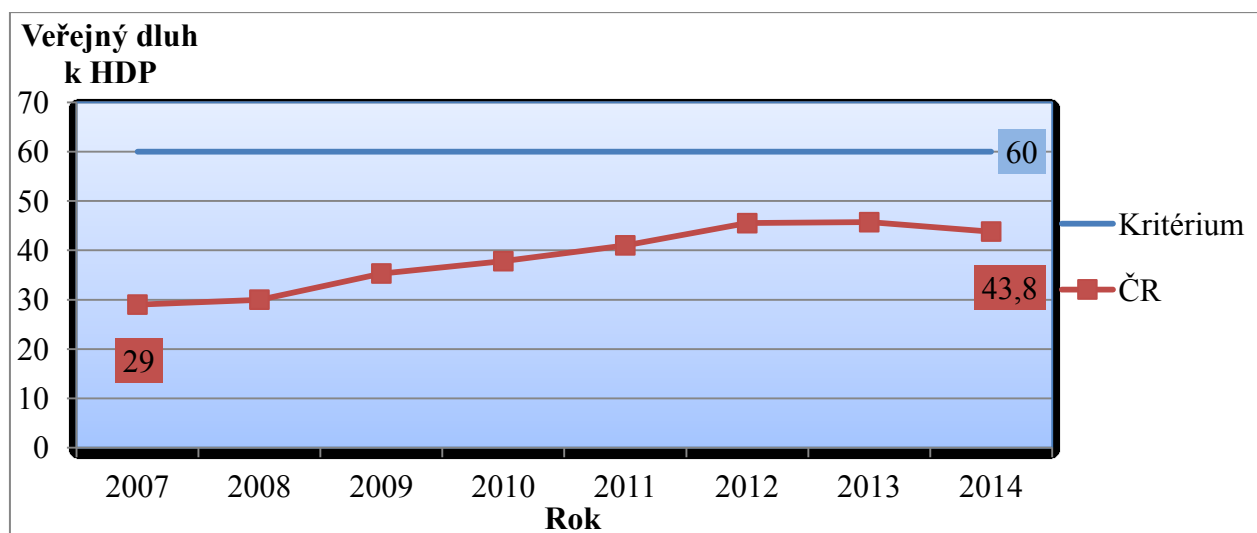
Třetím konvergenčním kritériem je kritérium kurzové stability, jehož podmínkou je vstup do mechanismu ERM II a setrvání v něm po dobu alespoň dvou let. Česká republika do Evropského mechanismu směnných kurzů II prozatím nevstoupila a je to tedy v současnosti jediné konvergenční kritérium, které nesplňuje, viz dále. Ministerstvo financí České republiky (dále jen MFČR) každoročně s ČNB projednává, zda je vhodné, aby ČR usilovala o vstup do ERM II a aby stanovila cílové datum zavedení eura v ČR.

Z poslední zprávy zveřejněné v prosinci roku 2014 dle MFCR (2014) vyplývá, že po vzájemné konzultaci MFČR a ČNB došlo k závěru prozatím nestanovovat cílové datum přijetí eura v ČR, a tudíž ani neusilovat o vstup do ERM II, a to i přes to, že naplňování konvergenčních kritérií ČR se v posledních dvou letech výrazně zlepšilo. Nicméně MFČR a ČNB se domnívají, že dosažený pokrok není dostačující a že v české ekonomice v současnosti stále vyvstává hrozba deflačního vývoje a zároveň je potřeba v ČR před přijetím eura udělat řadu reforem. Dle jejich názoru je nutná reforma trhu práce, aby bylo dosaženo jeho větší flexibility stejně tak, jako omezovat překážky podnikání na českém území. Kromě toho díky světové hospodářské krizi a následné krizi dluhové vznikly v EU nové mechanismy, k nimž se země vstupující do eurozóny bude muset připojit.

Kritérium udržitelných veřejných financí má dvě části. Veřejný dluh k HDP nesmí překročit 60 % a zároveň schodek veřejných financí nesmí překročit 3% HDP. Pokud je naplněna pouze jedna část tohoto kritéria, potom není kritérium naplňování veřejných financí splněno jako celek. V grafu 4.11 je zobrazen vývoj veřejného dluhu k HDP v české ekonomice a naplňování schodku veřejných financí je zobrazeno v grafu 4.12, viz dále.

Veřejný dluh ČR je dlouhodobě pod hranicí 60 % HDP a jinak tomu nebylo ani v letech 2007–2014. I když díky dopadům světové finanční a hospodářské krize docházelo i v ČR k růstu veřejného dluhu, a to v období od roku 2007 do roku 2013 o téměř 20 procentních bodů, tak naplňování této části kritéria udržitelných veřejných financí nečinilo české ekonomice žádný problém. V roce 2014 došlo k mírnému poklesu veřejného dluhu, který dosahoval hodnoty 43,8 % HDP.

**Graf 4.11 ČR a naplňování kritéria udržitelných veřejných financí (veřejný dluh v % HDP)**

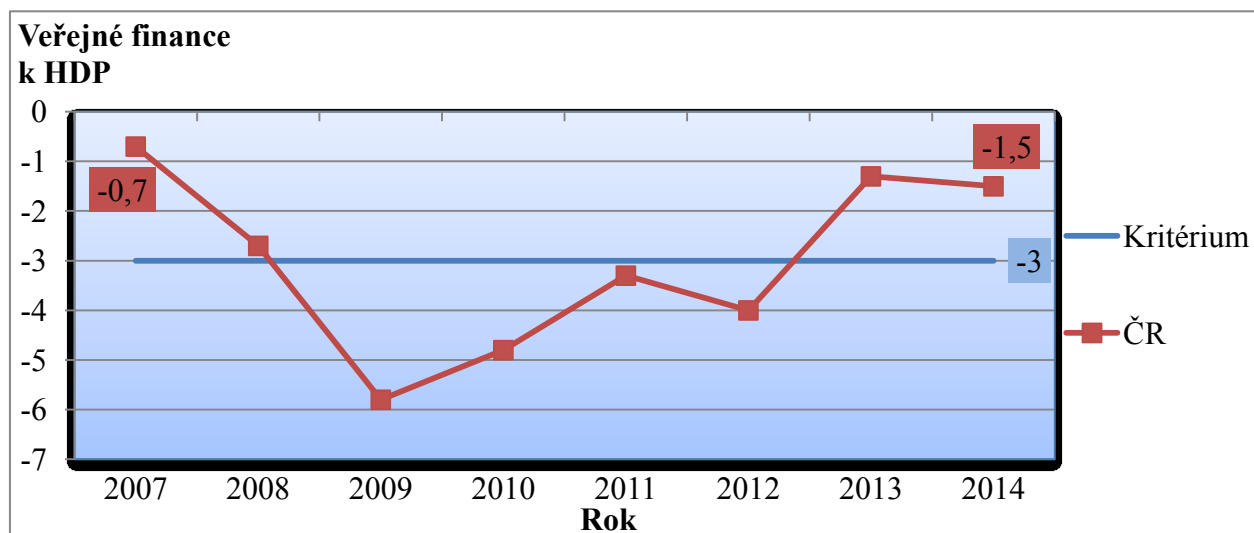


Pozn: Kvůli nedostupnosti dat je údaj za rok 2014 pouze odhad

Zdroj: ČNB (2008), ČNB (2010), ČNB (2012a), ČNB (2014n), ČSÚ (2015e), vlastní zpracování

Naplňování druhé části kritéria udržování veřejných financí v ČR, tedy schodku veřejných financí k HDP, dokládá graf 4.12. Schodek veřejných financí byl nižší, než 3 % HDP v roce 2007, 2008, 2013 a 2014. Ve sledovaném období bylo nejnižšího schodku veřejných financí dosaženo právě v roce 2007, a to při hodnotě 0,7 % HDP. Díky hospodářské krizi a růstu veřejných financí ČR měla v letech 2009–2012 vyšší schodek veřejných financí než 3 % HDP a ve sledovaném období bylo nejvyššího schodku veřejných financí dosaženo v roce 2009, a to při hodnotě 5,8 % HDP. Jak již bylo zmíněno, tak ČR dlouhodobě nemá problém s velikostí veřejného dluhu, nicméně naplňování 3% schodku veřejných financí je v ČR značně kolísavé. ČR tak ve sledovaném období kritérium udržitelných veřejných financí splňovala pouze v roce 2007, 2008 a v posledních dvou letech, tedy v roce 2013 a 2014.

**Graf 4.12 ČR a naplňování kritéria udržitelných veřejných financí (veřejné finance v % HDP)**



Pozn: Kvůli nedostupnosti dat je údaj za rok 2014 pouze odhad

Zdroj: ČNB (2008), ČNB (2010), ČNB (2012a), ČNB (2014n), ČSÚ (2015e), vlastní zpracování

V České republice v roce 2013 a 2014 došlo k posílení nominální konvergence ve vztahu k Evropské unii. V tomto období byla pozorována vyšší sladěnost české ekonomiky s ostatními státy EU, a to zejména v oblasti cenové stability a v oblasti kritéria udržitelných veřejných financí. Kritérium dlouhodobých úrokových sazeb ČR dlouhodobě naplňuje. Devizové intervence ČNB byly zcela jistě jedním z faktorů, které tomuto pozitivnímu vývoji napomohly, nicméně ČR je malou otevřenou ekonomikou, takže její hospodářská výkonnost je ovlivňována i celou řadou dalších faktorů.

## 4.2 Závěry a diskuze k dopadům devizových intervencí

Česká národní banka začala intervenovat na devizových trzích v listopadu roku 2013, a to na základě své makroekonomické predikce, že se v roce 2014 prohloubí dezinflační vývoj a že se česká ekonomika bude po většinu roku 2014 potýkat s vývojem deflačním. Jelikož úrokové sazby byly již na konci roku 2012 sníženy na technickou nulu, což je zároveň i historické minimum úrokových sazeb v historii ČR, tak s úrokovými sazbami již ČNB dále intervenovat nemohla. Podle již zmíněné makroekonomické predikce ČNB z roku 2013 a podle

scénáře užití devizových intervencí mělo být již na přelomu třetího a čtvrtého čtvrtletí roku 2014 dosaženo míry inflace oscilující okolo hodnoty 2%.

Díky devizovým intervencím se v české ekonomice prozatím podařilo zabránit deflačnímu vývoji, což v současnosti velmi kladně hodnotí většina ekonomů a zároveň se domnívají, že bez toho, aby ČNB intervenovala na devizových trzích, by se ČR v současnosti s deflačním vývojem potýkala. Nicméně současný inflační vývoj není korespondující s makroekonomickou predikcí ČNB z roku 2013 a současná skutečná míra inflace je daleko nižší, než se původně předpokládalo. V roce 2014 průměrná míra inflace dosáhla hodnoty 0,4 % a v prvním čtvrtletí roku 2015 míra inflace ve všech třech měsících dosahovala hodnoty 0,3 %. V současnosti tedy i nadále pokračuje dezinflační vývoj v české ekonomice, avšak tento vývoj v roce 2014 a na počátku roku 2015 je charakteristický i pro EU, a to hlavně z toho důvodu, že od přelomu července a srpna roku 2014 docházelo ke snižování cen ropy na světových trzích, které trvalo až do ledna roku 2015.

Hlavní cíl se České národní bance tedy prozatím stále nedaří naplňovat a z její současné predikce vyplývá, že míry inflace okolo 1 % bude v české ekonomice dosaženo až na počátku roku 2016. Dle mého názoru je tak velmi pravděpodobné, že pokud bude dezinflační vývoj pokračovat, pak se ČNB rozhodne prodloužit ovlivňování měnového kurzu koruny vůči euru až za horizont roku 2016 a zvýší svůj asymetrický kurzový závazek nad hranici 27 CZK/EUR. Na druhou stranu díky tomu, že od února roku 2015 nastal opětovný růst cen ropy na světových trzích a v případě, že tento vývoj bude i nadále pokračovat, může být očekáváno, že bude taktéž souběžně docházet k růstu cenové hladiny nejenom v ČR, ale i EU.

Avšak kromě dopadu na míru inflace měly devizové intervence daleko širší makroekonomické účinky. Kromě toho, že kurz koruny vůči euru cíleně oslabil, tak obecně může být řečeno, že od listopadu roku 2013 do března roku 2015 kurz koruny oslaboval i vůči ostatním světovým měnám, a to USD, JPY a GBP, přičemž největšího oslabení kurzu koruny bylo zaznamenáno právě ke kurzu GBP, kdy během tohoto období koruna vůči britské libře oslabila o přibližně 6 Kč. I když česká koruna byla vždy považována za velmi stabilní měnu, tak právě díky devizovým intervencím ČNB se v roce 2014 a v prvním čtvrtletí roku 2015 stabilita české

koruny ještě zvýšila a od vypuknutí světové finanční a hospodářské krize je kurz koruny vůči euru v současnosti nejstabilnější.

Nejenom fakt, že se české zboží stalo díky devizovým intervencím ČNB pro zahraniční subjekty levnější, tak i posílení stability kurzu koruny vůči euru mělo velmi příznivý dopad na růst exportu v roce 2014, který meziročně vzrostl o 441 mld. Kč. Nicméně růst exportu byl v roce 2014 doprovázen i růstem importu, který meziročně vzrostl o 356 mld. Kč, což zároveň svědčí o růstu spotřeby tuzemských domácností. Zároveň obojí jak export, tak import v lednu roku 2015 převyšoval lednové hodnoty z let 2013 a 2014, přičemž bylo vyzorováno, že v roce 2013 a 2014 byl jak dovoz, tak vývoz periodicky kolísavou veličinou. Dá se tedy předpokládat, že tento vývoj zahraničního obchodu bude pokračovat i v roce 2015, avšak to bude do značné míry taktéž záviset na dalším vývoji cen ropy na světových trzích.

Meziroční růst exportu v roce 2014 tedy značně převyšoval meziroční růst importu, což se velmi pozitivně projevilo na obchodní bilanci, která byla v roce 2014 přebytková, a její meziroční nárůst v roce 2014 činil 57 mld. Kč. Dle ekonomické teorie byl nárůst exportu v roce 2014 předpokládán, nicméně po devizových intervencích by zároveň mělo dojít k poklesu importu. Avšak dovoz rostl souběžně s vývozem, nicméně jak již bylo uvedeno, tak tempo růstu dovozu bylo v roce 2014 převyšující. Z velmi krátkodobého pohledu se běžný účet platební bilance krátce po zahájení devizových intervencí vyvíjel přesně tak, jak předpokládala ekonomická teorie J-křivky. V prosinci roku 2013 se totiž deficit na běžném účtu platební bilance ještě více prohloubil, nicméně již v lednu 2014 byl běžný účet platební bilance přebytkový. Na praktickém příkladě ČR tak byla ověřena teorie J-křivky, nicméně může být zavádějící, že se jednalo právě o měsíce listopad, prosinec a leden, protože dlouhodobě je čistý export v prosinci za uplynulý rok nejvyšší, a to díky sezónním vlivům.

Rovněž bylo v roce 2014 dosaženo i velmi pozitivního dopadu na růst HDP, který byl v roce 2014 dvou procentní, a to na rozdíl od dvou předchozích let, pro které byl charakteristický meziroční pokles růstu HDP. V roce 2014 totiž došlo k růstu zahraniční poptávky, což se nejvíce projevilo v růstu průmyslové výroby, přičemž v některých měsících roku 2014 došlo k meziměsíčnímu růstu produkce automobilů až o jednu třetinu. Svůj vliv zde taktéž sehrál

již zmiňovaný pokles cen ropy na světových trzích. Růst ekonomické aktivity se zároveň projevil i na meziročním snížení míry nezaměstnanosti, která v roce 2014 meziročně klesla o 0,9 procentních bodů. Nová pracovní místa vznikala zejména v průmyslu a taktéž se meziročně zvýšil počet podnikatelů působících na českém území.

I když po zahájení devizových intervencí v roce 2013 se v české ekonomice zvedla velká vlna diskuze o správnosti tohoto kroku ČNB a o jejích dopadech na české hospodářství, tak s odstupem času většina ekonomů hodnotí její účinky spíše kladně a taktéž byly provedeny různé studie, kde bylo vyhodnoceno, že v roce 2014 vzrostla konkurenceschopnost ČR, a to zejména díky posílení konkurenceschopnosti průmyslového sektoru. Taktéž v roce 2014 a v roce 2015 meziročně rostl příliv investic do ČR.

V této kapitole byl taktéž vyhodnocován dopad devizových intervencí ČNB na potenciální přijetí eura, jakožto oficiální měny v České republice. A bylo tedy vyhodnoceno, že Česká republika v současnosti naplňuje tři ze čtyř konvergenčních kritérií, přičemž kritérium kurzové stability prozatím Českou republikou ani nemůže být naplňováno, neboť se ČR prozatím nezapojila do ERM II. Pokud by tedy tvůrci hospodářské politiky učinili rozhodnutí o vstupu ČR do eurozóny, potom by ČR musela naplnit i čtvrté a poslední konvergenční kritérium. Nicméně z oficiálních zpráv prozatím vyplývá, že prioritou české vlády v současnosti není vstup do evropské hospodářské a měnové unie. Ministerstvo financí ČR a ČNB v roce 2014 nedoporučily, aby ČR ustanovila cílové datum přijetí eura, ale aby dále vyčkala a podrobně sledovala vývoj v eurozóně.

Po vypuknutí devizových intervencí ČNB řada ekonomů předpokládala, že ČNB učinila tento krok právě z toho důvodu, aby otestovala, jak budou jednotlivé trhy reagovat na asymetrický kurzový závazek ČNB a z toho vyvodit závěr o tom, jaká by byla tržní reakce v případě potenciálního vstupu ČR do ERM II. Nicméně toto tvrzení ČNB razantně odmítla. I když bylo prokázáno, že jednotlivé trhy v české ekonomice se oslabení kurzu koruny vůči euru velmi dobře přizpůsobily a tedy vstup do ERM II by tak mohl být přirozeným pokračováním tohoto vývoje, tak tvůrci hospodářské politiky v ČR o přijetí eura prozatím neusilují.

### 4.3 Shrnutí kapitoly

V této kapitole bylo provedeno vyhodnocení dopadů devizových intervencí ČNB na českou ekonomiku a na potenciální přijetí eura. Toto vyhodnocení bylo do značné míry provedeno na základě makroekonomické analýzy, která byla realizována ve třetí kapitole. Dopady kurzových intervencí ČNB na českou ekonomiku byly vyhodnoceny na základě vývoje jednotlivých ekonomických veličin, a to zejména míry inflace, vývozu, dovozu a jejich ovlivnění běžného účtu platební bilance, dále na hrubý domácí produkt či míru nezaměstnanosti.

Zároveň byl v této kapitole vyhodnocován dopad devizových intervencí ČNB na potenciální přijetí eura, jakožto oficiální měny v České republice. Toto bylo provedeno na základě zkoumání, zda Česká republika v současnosti naplňuje Maastrichtská konvergenční kritéria, která jsou podmínkou vstupu do eurozóny, a tedy jaká je v současnosti sladěnost české ekonomiky s eurozónou.

Nicméně i přes to, že ČR v současnosti plní tři ze čtyř konvergenčních kritérií, a kritérium kurzové stability neplní pouze proto, že se prozatím nezapojila do ERM II, tak bylo po vzájemné konzultaci Ministerstva financí ČR a ČNB vyhodnoceno, že by měly být v ČR ještě nadále prováděny značné reformy, a to zejména reforma trhu práce a omezování administrativních překážek podnikání v ČR a taktéž, že by nadále měl být monitorován vývoj eurozóny, jejíž vývoj zejména od roku 2009, kdy se světová hospodářská a finanční krize v roce 2009 přelila v řadě zemí EU v krizi dluhovou, není velmi stabilní. Prozatím tedy tvůrci hospodářské politiky nedoporučili, aby ČR v současnosti usilovala o připojení k EHMU.



## 5. Závěr

Jako téma této diplomové práce byly zvoleny devizové intervence České národní banky a jejich konsekvence pro české hospodářství. Toto téma je totiž od listopadu roku 2013 velmi aktuální, neboť právě v této době ČNB oznámila veřejnosti, že se chystá intervenovat k oslabení kurzu koruny na hodnotu minimálně 27 CZK/EUR. A to z důvodu své inflační predikce, že české ekonomice hrozí v roce 2014 deflační vývoj. Česká národní banka takovému vývoji chtěla zabránit, protože jejím hlavním cílem je zabezpečení cenové stability v České republice.

Celá práce byla strukturována do pěti kapitol, přičemž první kapitola byla úvodní. Druhá kapitola byla věnována České národní bance, která je bankou bank a tvůrcem měnové politiky v české ekonomice. V této kapitole byl zkoumán vývoj měnové politiky ČNB od jejího vzniku až po současnost, včetně změn jejího hlavního cíle, kterým je od roku 1998 právě udržování cenové stability v České republice. Rovněž zde byla věnována pozornost změnám inflačního cíle ČNB, a to až do roku 2010, kdy byla provedena jeho poslední změna a kdy bylo bankovní radou České národní banky rozhodnuto, že v českém ekonomickém prostředí bude cílem měnové politiky dohlížení na to, aby skutečná míra inflace oscilovala okolo 2 %. V rámci této kapitoly byly taktéž zmapovány historické a institucionální aspekty této finanční instituce.

Třetí kapitola byla zaměřena na analýzu devizových intervencí České národní banky a jejich účinků na českou ekonomiku. V této kapitole byla provedena makroekonomická analýza vývoje míry inflace, exportu, importu, přílivu a odlivu investic, hrubého domácího produktu, míry nezaměstnanosti, vývoje kurzu koruny vůči euro a vývoje jeho stability. Zároveň zde byl analyzován vývoj výše uvedených makroekonomických veličin od roku 2007 do roku 2014. Nicméně díky nedostupnosti dat byla v této kapitole časová řada u vývoje HDP per capita zkrácena pouze do roku 2013.

Ve čtvrté kapitole bylo provedeno vyhodnocení konsekvencí devizových intervencí České národní banky jednak na české hospodářství, ale taktéž na potenciální přijetí eura jako oficiální měny v České republice. Toto vyhodnocení bylo do značné míry provedeno na základě makroekonomické analýzy vybraných makroekonomických veličin, která byla realizována

ve třetí kapitole, ale taktéž na základě vyhodnocení současného plnění kritérií vstupu do eurozóny České republiky. Ve čtvrté kapitole byly tedy zhodnoceny dopady devizových intervencí České národní banky na českou ekonomiku, čímž byl naplněn hlavní cíl této diplomové práce.

Ve čtvrté kapitole bylo vyhodnoceno, že dopady devizových intervencí na ČNB byly velmi kladné, a to díky posílení konkurenceschopnosti českého průmyslu a tím i české ekonomiky jako takové. Velmi pozitivní dopad byl tedy pozorován na růstu českého exportu i importu, kdy růst exportu převyšoval, což se taktéž velmi pozitivně projevilo na obchodní bilanci České republiky v roce 2014. Dále v roce 2014 došlo k meziročnímu růstu hrubého domácího produktu, meziročnímu růstu přílivu investic do ČR i k meziročnímu poklesu míry nezaměstnanosti a pro rok 2015 je očekáváno pokračující oživení české ekonomiky. Zároveň bylo vyhodnoceno, že Česká republika v současnosti splňuje tři ze čtyř konvergenčních kritérií, tedy kritérií vstupu do eurozóny. V roce 2014 tedy došlo k posílení nominální konvergence ČR s ostatními členskými státy EU.

Nicméně kritérium kurzové stability Česká republika v současnosti neplní, protože se prozatím nezapojila do Evropského systému směnných kurzů II, a to z toho důvodu, že i v roce 2014 Ministerstvo financí České republiky a Česká národní banka nedoporučily, aby Česká republika v současnosti usilovala o přijetí eura, neboť vývoj v eurozóně je v současnosti nestabilní, a tak bude lepší vyčkat jejího dalšího vývoje. Zároveň je dle těchto dvou finančních institucí nezbytné, aby byly v české ekonomice i nadále prováděny další reformy, a to zejména reforma trhu práce a podnikatelského prostředí tak, aby česká ekonomika před vstupem do eurozóny byla co nejvíce sladěná s ostatními státy participujícími na hospodářské a měnové unii.

Zároveň byly ve čtvrté kapitole vyhodnoceny obě hypotézy této diplomové práce. První hypotézou bylo, že skutečná míra inflace bude na konci roku 2014 a na počátku roku 2015 oscilovat okolo hodnoty 2%, což bude vývoj, který bude korespondující s makroekonomickou analýzou ČNB z roku 2013, a to při scénáři použití devizových intervencí. Nicméně tato hypotéza byla vyvrácena, protože v roce 2014 se průměrná míra inflace v ČR pohybovala okolo hodnoty 0,4 % a ve všech měsících prvního čtvrtletí roku 2015 je míra inflace 0,3%. ČNB tak

v současnosti stále neplní svůj hlavní cíl a česká ekonomika se i nadále potýká s dezinflačním vývojem, nicméně díky devizovým intervencím ČNB prozatím nedošlo k deflačnímu vývoji v ČR.

Druhou hypotézou této diplomové práce bylo, že na praktickém příkladě České republiky bude ověřena ekonomická teorie J- křivky, která předpokládá, že krátce po oslabení kurzu domácí měny dojde k prohloubení deficitu na běžném účtu platební bilance, protože obchodní kontrakty jsou uzavírány s určitým časovým předstihem, na základě čehož se dopady devizových intervencí projeví až s mírným časovým zpožděním. S mírným časovým zpožděním by tedy mělo dojít k tomu, že obchodní bilance bude přebytková a tím i běžný účet platební bilance. Druhá hypotéza byla ve čtvrté kapitole ověřena, nicméně je nutné dodat, že kvůli sezónním vlivům je v prosinci každého roku dosahováno nejnižšího výsledku obchodní bilance za uplynulý kalendářní rok. Pátá kapitola je závěrečná.

V celé práci je aplikováno několik vědeckých metod, a to konkrétně analýza, syntéza, metoda historická, popisná, induktivní, deduktivní, statistická metoda a metody komparace a explanace. Zároveň se v této diplomové práci mohou vyskytovat drobné statistické odchylky, a to zejména u vývoje míry inflace, což je způsobeno tím, že ČNB a ČSÚ pro přepočty a vyhodnocení dat často používají jinou metodiku. Pro zpracování této diplomové práce byla použita řada odborné literatury a jako zdroje statistických dat zde byly vyhodnocovány zejména statistické údaje od ČNB (2015n), ČSÚ (2015d), EUROSTATU (2015c) a CZECHINVESTU (2015). Díky nedostupnosti dat musela být časová řada v jednotlivých kapitolách často zkrácena.

## Seznam použité literatury

DE GRAUWE, Paul, 2014. *Economics of Monetary Union*. 2nd edition. Oxford: Oxford University Press. 280 s. ISBN 978-0-19-968444-1.

DUBSKÁ, Drahomíra, 2014. *Insolvence 2014: Hledání cesty k vyšším výnosům - Riziko insolvence: Pomohla měnová intervence ČNB zvýšit konkurenceschopnost českých exportérů?* Sborník z mezinárodní vědecké konference. Praha: Oeconomica, 2014. s. 5-17. ISBN 978-80-245-2027-8.

JÍLEK, Josef, 2004. *Peníze a měnová politika*. Praha: Grada Publishing. 744 s. ISBN 80-247-0769-1.

JÍLEK, Josef, 2013. *Finance v globální ekonomice II: Měnová a kurzová politika*. Praha: Grada Publishing. 560 s. ISBN 978-80-247-4516-9.

JUREČKA a kol., 2010. *Makroekonomie*. Praha: Grada Publishing. 336 s. ISBN 978-80-247-3258-9.

KLIKOVÁ, Christiana a Igor KOTLÁN, 2006. *Hospodářská politika*. 2. vyd. Ostrava: SOKRATES. 341 s. ISBN 80-86572-37-4.

KUNERT, Jakub a Jiří NOVOTNÝ, 2008. *Central Banking in the Czech Lands*. Praha: Jerome Czech National Bank. 183 s. ISBN 978-80-87225-07-3.

MARKOVÁ, Jana, 2006. *Mezinárodní měnová spolupráce*. Praha: Oeconomica. 269 s. ISBN 80-245-1053-7.

NĚMEČEK, Eduard, 2000. *Mezinárodní měnový systém*. Praha: Karolinum. 247 s. ISBN 80-246-0081-1.

NOWOTNY and kol., 2014. *Financial cycles and the real economy*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing. 328 s. ISBN 978-1-78347-762-3.

REVENDA, Zbyněk, 2011. *Centrální bankovníctví*. 3. vyd. Praha: Management Press. 558 s. ISBN 978-80-7261-230-7.

STAVÁREK, Daniel, 2003. *Mezinárodní finanční instituce*. Frýdek Místek: Kleinwächter. 166 s. ISBN 80-7248-208-4.

VENCOVSKÝ a kol., 2005. *Dějiny měnových teorií na českém území*. Praha: Oeconomica. 486 s. ISBN 80-245-0992-X.

## Seznam internetových zdrojů

CZECHINVEST, 2011. Objem přímých zahraničních investic v roce 2010 globálně vzrostl o 5 %, Česká republika překonala rok 2008. Czechinvest.cz [online]. [cit. 26-03-2015]. Dostupné z: <http://www.czechinvest.org/osn-objem-primych-zahranicnich-investic-v-roce-2010-globalne-vzrostl-o-5-ceska-republika-prekonala-rok-2008>

CZECHINVEST, 2012. Navzdory krizi eurozóny příliv zahraničních investic do Evropy roste. Czechinvest.cz [online]. [cit. 26-03-2015]. Dostupné z: <http://www.czechinvest.org/navzdory-krizi-eurozony-priliv-zahranicnich-investic-do-evropy-roste>

CZECHINVEST, 2014. Zahraniční investice v Evropě na historickém maximu. Czechinvest.cz [online]. [cit. 26-03-2015]. Dostupné z: <http://www.czechinvest.org/zahranicni-investice-v-evrope-na-historickem-maximu>

CZECHINVEST, 2015. Agentura pro podporu podnikání a investic. Czechinvest.cz [online]. [cit. 05-04-2015]. Dostupné z: <http://www.czechinvest.org/>

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2002. Výroční zpráva 2002. Praha: Čnb.cz, 2002. Čnb.cz [online]. [cit. 26-03-2015]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/hospodareni/vyrocní\\_zpravy/download/vyrocní\\_zprava\\_2002.pdf](http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2002.pdf)

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2008. Vyhodnocení plnění Maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladění ČR s eurozónou 2008. Čnb.cz [online]. [cit. 08-04-2015]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/strategicke\\_dokumenty/download/maastricht\\_vyhodnoceni\\_2008.pdf](https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/strategicke_dokumenty/download/maastricht_vyhodnoceni_2008.pdf)

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2010. Vyhodnocení plnění Maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladění ČR s eurozónou 2010. Čnb.cz [online]. [cit. 08-04-2015]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/strategicke\\_dokumenty/download/maastricht\\_vyhodnoceni\\_2010.pdf](https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/strategicke_dokumenty/download/maastricht_vyhodnoceni_2010.pdf)

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2012. Přímé zahraniční investice za rok 2010. Praha: ČNB, 2012. Čnb.cz [online]. [cit. 26-03-2015]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/statistika/platebni\\_bilance\\_stat/publikace\\_pb/pzi/PZI\\_2010\\_CZ.pdf](https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/publikace_pb/pzi/PZI_2010_CZ.pdf)

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2012a. Vyhodnocení plnění Maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladěnosti ČR s eurozónou 2012. Čnb.cz [online]. [cit. 08-04-2015]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/strategicke\\_dokumenty/download/maastricht\\_vyhodnoceni\\_2012.pdf](https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/strategicke_dokumenty/download/maastricht_vyhodnoceni_2012.pdf)

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2013a. ČNB: O ČNB. Čnb.cz [online]. [cit. 18-03-2014]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/](http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/)

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2013b. Úplné znění zákona č.6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů. Čnb.cz [online]. [cit. 18-03-2014]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/zakony/download/zakon\\_o\\_cnb.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/zakony/download/zakon_o_cnb.pdf)

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2013c. Bankovní rada ČNB. Čnb.cz [online]. [cit. 18-03-2014]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/bankovni\\_rada/](http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/bankovni_rada/)

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2013d. Bankovní rada ČNB. Čnb.cz [online]. [cit. 18-03-2014]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/bankovni\\_rada/co\\_je\\_br.html](http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/bankovni_rada/co_je_br.html)

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2013e. Organizační struktura ČNB. Čnb.cz [online]. [cit. 18-03-2014]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/organizacni\\_struktura/](http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/organizacni_struktura/)

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2013f. Poradní orgány bankovní rady ČNB. Čnb.cz [online]. [cit. 18-03-2014]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/bankovni\\_rada/poradni\\_organy\\_br](http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/bankovni_rada/poradni_organy_br)

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2013g. Vyhláška ze dne 29. července 2013, kterou se stanoví podmínky tvorby povinných minimálních rezerv. In: Sbírka zákonů č. 253/2013. 2013, částka 97, s. 2652 – 2653. Dostupné z:

[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/vyhlasky/vyhlaska\\_253\\_2013.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/vyhlasky/vyhlaska_253_2013.pdf)

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2013h. Prognóza ČNB z listopadu 2013. Čnb.cz [online].

[cit. 20-02-2015]. Dostupné z:

[http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/prognoza/predchozi\\_prognozy/prognoza\\_1311.html#alt](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/predchozi_prognozy/prognoza_1311.html#alt)

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2013ch. Přímé zahraniční investice za rok 2011. Praha: ČNB, 2012. Čnb.cz[online]. [cit. 26-03-2015]. Dostupné z:

[https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/statistika/platebni\\_bilance\\_stat/publikace\\_pb/pzi/PZI\\_2011\\_CZ.pdf](https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/publikace_pb/pzi/PZI_2011_CZ.pdf)

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2014a. Česká národní banka. Čnb.cz [online].

[cit. 24-04-2014]. Dostupné z:

[http://www.historie.cnb.cz/cs/emisni\\_cinnost/ceska\\_narodni\\_bank/index.html](http://www.historie.cnb.cz/cs/emisni_cinnost/ceska_narodni_bank/index.html)

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2014b. Historie ČNB: Měnová odluka ČR a SR. Čnb.cz [online].

[cit. 24-04-2014]. Dostupné z:

[http://www.historie.cnb.cz/cs/menova\\_politika/6\\_menova\\_politika\\_na\\_cestech\\_ke\\_standardu\\_vyspelelych\\_zemi/3\\_menova\\_odluka\\_cr\\_a\\_sr/](http://www.historie.cnb.cz/cs/menova_politika/6_menova_politika_na_cestech_ke_standardu_vyspelelych_zemi/3_menova_odluka_cr_a_sr/)

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2014c. Historie ČNB: 1990–1997 - Měnová politika na cestě ke standardu vyspělých zemí. Čnb.cz [online]. [cit. 24-04-2014]. Dostupné z:

[http://www.historie.cnb.cz/cs/menova\\_politika/6\\_menova\\_politika\\_na\\_cestech\\_ke\\_standardu\\_vyspelelych\\_zemi/index.html](http://www.historie.cnb.cz/cs/menova_politika/6_menova_politika_na_cestech_ke_standardu_vyspelelych_zemi/index.html)

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2014d. 1998 – současnost: Cílování inflace. Čnb.cz [online]. [cit. 05-06-2014]. Dostupné z:

[http://www.historie.cnb.cz/cs/menova\\_politika/7\\_cilovani\\_inflace/index.html](http://www.historie.cnb.cz/cs/menova_politika/7_cilovani_inflace/index.html)

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2014e. Zavedení cílování inflace a geneze tohoto měnověpolitického režimu. Čnb.cz [online]. [cit. 05-06-2014]. Dostupné z:

[http://www.historie.cnb.cz/cs/menova\\_politika/7\\_cilovani\\_inflace/1\\_zavedeni\\_cilovani\\_inflace\\_a\\_geneze\\_tohoto\\_menovopolitickeho\\_rezimu/index.html](http://www.historie.cnb.cz/cs/menova_politika/7_cilovani_inflace/1_zavedeni_cilovani_inflace_a_geneze_tohoto_menovopolitickeho_rezimu/index.html)



ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2014f. Cílování inflace v ČR. Čnb.cz [online]. [cit. 05-06-2014]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/cilovani.html#inflacni\\_cile](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html#inflacni_cile)

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2014g. Reakce měnové politiky na dopady světové finanční a hospodářské krize. Čnb.cz [online]. [cit. 06-06-2014]. Dostupné z: [http://www.historie.cnb.cz/cs/menova\\_politika/7\\_cilovani\\_inflace/3\\_reakce\\_menove\\_politiky\\_na\\_dopady\\_svetove\\_financni\\_a\\_hospodarske\\_krize/](http://www.historie.cnb.cz/cs/menova_politika/7_cilovani_inflace/3_reakce_menove_politiky_na_dopady_svetove_financni_a_hospodarske_krize/)

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2014h. Ekonomický vývoj na území České Republiky. Čnb.cz [online]. [cit. 06-06-2014]. Dostupné z: [http://www.historie.cnb.cz/cs/menova\\_politika/prurezova\\_temata\\_menova\\_politika/1\\_ekonomicky\\_vyvoj\\_na\\_uzemi\\_ceske\\_republiky.html](http://www.historie.cnb.cz/cs/menova_politika/prurezova_temata_menova_politika/1_ekonomicky_vyvoj_na_uzemi_ceske_republiky.html)

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2014ch. Členové bankovní rady. Čnb.cz [online]. [cit. 10-09-2014]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/bankovni\\_rada/clenove\\_bankovni\\_rady/](http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/bankovni_rada/clenove_bankovni_rady/)

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2014i. Měnověpolitické nástroje - Historie. Čnb.cz [online]. [cit. 10-09-2014]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/mp\\_nastroje/](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/)

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2014j. Research and policy notes 3. In: Čnb.cz [online]. 2014. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/vyzkum/vyzkum\\_publicace/rpn/download/rpn\\_3\\_2014\\_cz.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/vyzkum/vyzkum_publicace/rpn/download/rpn_3_2014_cz.pdf). ISSN 1803-7997

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2014k. Platební bilance - měsíční. Čnb.cz [online]. [cit. 06-03-2015]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni\\_bilance\\_stat/platebni\\_bilance\\_m/BPM6\\_BOPM\\_2013.htm](https://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/platebni_bilance_m/BPM6_BOPM_2013.htm)

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2014l. Sborník článků a rozhovorů k oslabení kurzu koruny. In: ČNB, 2014 [online]. Praha: únor 2014. Čnb.cz [cit. 12-03-2011]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/publikace/download/sbornik\\_oslabeni\\_koruny.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/publikace/download/sbornik_oslabeni_koruny.pdf)

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2014m. Přímé zahraniční investice za rok 2012. Praha: ČNB, 2012. Čnb.cz [online]. [cit. 26-03-2015]. Dostupné z:  
[https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/statistika/platebni\\_bilance\\_stat/publikace\\_pb/pzi/PZI\\_2012\\_CZ.pdf](https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/publikace_pb/pzi/PZI_2012_CZ.pdf)

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2014n. Vyhodnocení plnění Maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladěnosti ČR s eurozónou 2014. Čnb.cz [online]. [cit. 08-04-2015]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/strategicke\\_dokumenty/download/maastricht\\_vyhodnoceni\\_2014.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/strategicke_dokumenty/download/maastricht_vyhodnoceni_2014.pdf)

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2015. Česká národní banka. Čnb.cz [online]. [cit. 04-03-2015]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/cs/index.html>

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2015a. Účty – komu může ČNB vést účet – informace pro klienty. Čnb.cz [online]. [cit. 07-02-2015]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/cs/faq/ucty\\_komu\\_muze\\_cnb\\_vest\\_ucet.html](http://www.cnb.cz/cs/faq/ucty_komu_muze_cnb_vest_ucet.html)

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2015b. Jednací řád rozkladové komise České národní banky po změně č. 1. Čnb.cz [online]. [cit. 07-02-2015]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/bankovni\\_rada/poradni\\_organy\\_br/rozkladova\\_komise/rozkladova\\_komise\\_jednaci\\_rad.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/bankovni_rada/poradni_organy_br/rozkladova_komise/rozkladova_komise_jednaci_rad.pdf)

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2015c. ČNB ukončila sankční správní řízení s Capital Partners. Čnb.cz [online]. [cit. 07-02-2015]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/tiskove\\_zpravy\\_cnb/2011/20111212\\_capital\\_partners.html](http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/tiskove_zpravy_cnb/2011/20111212_capital_partners.html)

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2015d. Jak se vyvíjela lombardní sazba ČNB. Čnb.cz [online]. [cit. 09-02-2015]. Dostupné z:  
[https://www.cnb.cz/cs/faq/jak\\_se\\_vyvijela\\_lombardni\\_sazba\\_cnb.html](https://www.cnb.cz/cs/faq/jak_se_vyvijela_lombardni_sazba_cnb.html)

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2015e. Důvody a přínosy oslabení koruny – nejčastější otázky a odpovědi. Čnb.cz [online]. [cit. 16-02-2015]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/cs/faq/duvody\\_a\\_prinosy\\_oslabeni\\_koruny.html](http://www.cnb.cz/cs/faq/duvody_a_prinosy_oslabeni_koruny.html)

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2015f. Kurzy devizového trhu – měsíční průměry. Čnb.cz [online]. [cit. 16-02-2015]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/cs/financni\\_trhy/devizovy\\_trh/kurzy\\_devizoveho\\_trhu/prumerne\\_mena.jsp?mena=EUR](http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/kurzy_devizoveho_trhu/prumerne_mena.jsp?mena=EUR)

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2015g. Kurzy devizového trhu – měsíční průměry rok 2013. Čnb.cz [online]. [cit. 20-02-2015]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/cs/financni\\_trhy/devizovy\\_trh/kurzy\\_devizoveho\\_trhu/prumerne\\_rok.jsp?rok=2013](http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/kurzy_devizoveho_trhu/prumerne_rok.jsp?rok=2013)

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2015h. Kurzy devizového trhu – měsíční průměry rok 2014. Čnb.cz [online]. [cit. 20-02-2015]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/cs/financni\\_trhy/devizovy\\_trh/kurzy\\_devizoveho\\_trhu/prumerne\\_rok.jsp?rok=2014](http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/kurzy_devizoveho_trhu/prumerne_rok.jsp?rok=2014)

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2015ch. Kurzy devizového trhu – měsíční průměry rok 2015. Čnb.cz [online]. [cit. 20-02-2015]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/cs/financni\\_trhy/devizovy\\_trh/kurzy\\_devizoveho\\_trhu/prumerne\\_rok.jsp?rok=2015](http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/kurzy_devizoveho_trhu/prumerne_rok.jsp?rok=2015)

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2015i. Aktuální prognóza ČNB. Čnb.cz [online]. [cit. 20-02-2015]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/prognoza/](https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/)

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2015j. Prohlášení bankovní rady na tiskové konferenci po skončení měnového zasedání. Čnb.cz [online]. [cit. 20-02-2015]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/br\\_zapisy\\_z\\_jednani/2015/150205\\_prohlaseni.html](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/br_zapisy_z_jednani/2015/150205_prohlaseni.html)

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2015k. Platební bilance - měsíční. Čnb.cz [online]. [cit. 06-03-2015]. Dostupné z:

[https://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni\\_balance\\_stat/platebni\\_balance\\_m/BPM6\\_BOPM\\_2014.htm](https://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_balance_stat/platebni_balance_m/BPM6_BOPM_2014.htm)

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2015l. Vývoj platební bilance. Čnb.cz [online]. [cit. 08-03-2015].

Dostupné z:

[https://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni\\_balance\\_stat/platebni\\_balance\\_m/bop\\_m.htm](https://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_balance_stat/platebni_balance_m/bop_m.htm)

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2015m. Vývoj platební bilance - měsíční. Čnb.cz [online]. [cit. 04-04-2015]. Dostupné z:

[https://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni\\_balance\\_stat/platebni\\_balance\\_m/bop\\_m.htm](https://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_balance_stat/platebni_balance_m/bop_m.htm)

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2015n. Měnověpolitické nástroje. Čnb.cz [online]. [cit. 25-03-2015]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/mp\\_nastroje/#historie](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/#historie)

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2015o. Přímé zahraniční investice. Čnb.cz [online]. [cit. 23-04-2015]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni\\_balance\\_stat/pzi/](http://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_balance_stat/pzi/)

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, 2010. Zaměstnanost a mzdy. Czso.cz [online]. [cit. 18-02-2015]. Dostupné z:

[http://www.czso.cz/csu/2010edicniplan.nsf/t/ED00377ED2/\\$File/14091011.pdf](http://www.czso.cz/csu/2010edicniplan.nsf/t/ED00377ED2/$File/14091011.pdf)

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, 2011. Analýza vývoje zaměstnanosti a nezaměstnanosti v roce 2011. Czso.cz [online]. [cit. 02-04-2015]. Dostupné z:

<http://www.mpsv.cz/files/clanky/10811/analyza.pdf>

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, 2013. Zaměstnanost a nezaměstnanost. Czso.cz [online]. [cit. 09-03-2015]. Dostupné z:

[http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/zamestnanost\\_nezamestnanost\\_prace](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/zamestnanost_nezamestnanost_prace)

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, 2013a. Vývoj ekonomiky ČR v roce 2012. Czso.cz [online]. [cit. 02-04-2015]. Dostupné z:

<https://www.czso.cz/documents/10180/20549921/110912q4a02.pdf/21bc5f98-b7ab-4b56-8ebe-f563bcbfea95?version=1.0>

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, 2014a. Česká republika od roku 1989 v číslech: Míra inflace, vývoj spotřebitelských cen vybraných výrobků v České republice. Czso.cz [online]. [cit. 05-06-2014]. Dostupné z: <http://www.czso.cz/csu/2014edicniplan.nsf/p/320181-14#03>

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, 2014b. Databáze Eurostatu – Míra inflace (HICP). Czso.cz [online]. [cit. 16-02-2015]. Dostupné z: <http://apl.czso.cz/pll/eutab/html.h?ptabkod=tec00118>

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, 2014c. Hrubý domácí produkt v tržních cenách. Czso.cz [online]. [cit. 16-02-2015]. Dostupné z: <http://apl.czso.cz/pll/eutab/html.h?ptabkod=tec00001>

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, 2014d. Zaměstnanost a mzdy. Czso.cz [online]. [cit. 18-02-2015]. Dostupné z: [http://www.czso.cz/csu/2014edicniplan.nsf/t/A9004D58C6/\\$File/3202031411.pdf](http://www.czso.cz/csu/2014edicniplan.nsf/t/A9004D58C6/$File/3202031411.pdf)

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, 2014e. Toky přímých zahraničních investic, v % HDP. Czso.cz [online]. [cit. 18-02-2015]. Dostupné z: <http://apl.czso.cz/pll/eutab/html.h?ptabkod=tec00046>

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, 2014f. Zaměstnanost a nezaměstnanost podle výsledků VŠPS. Czso.cz [online]. [cit. 09-03-2015]. Dostupné z: <http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/kalendar/2013-zam>

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, 2014g. Indexy cen vývozu a dovozu – říjen 2014. Czso.cz [online]. [cit. 26-03-2015]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/cri/indexy-cen-vyvozu-a-dovozu-rijen-2014-fx0p4nm5bz>

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, 2015a. Inflace - druhy, definice, tabulky. Czso.cz [online]. [cit. 16-02-2015]. Dostupné z: [http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/mira\\_inflace](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/mira_inflace)

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, 2015b. Zahraniční obchod ČR celkem. Czso.cz [online]. [cit. 04-04-2015]. Dostupné z: [https://vdb.czso.cz/vdbvo/tabparamzdr.jsp?voa=graf&cislotab=VZO1031CU&vo=graf&kapitola\\_id=636](https://vdb.czso.cz/vdbvo/tabparamzdr.jsp?voa=graf&cislotab=VZO1031CU&vo=graf&kapitola_id=636)

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, 2015c. HDP na obyvatele v PPS. Czso.cz [online]. [cit. 02-04-2015]. Dostupné z: <http://apl.czso.cz/pll/eutab/html.h?ptabkod=tec00114>

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, 2015d. Český statistický úřad. Czso.cz [online]. [cit. 04-04-2015]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/>

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, 2015e. Míra inflace (HICP). Czso.cz [online]. [cit. 08-04-2015]. <http://apl.czso.cz/pll/eutab/html.h?ptabkod=tec00118>

EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA, 2014. How to Calculate the Minimum Reserve Requirements. Ecb.europa.eu [online]. [cit. 17-04-2014]. Dostupné z: <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/mr/html/calc.en.html>

ČESKÁ TELEVIZE, 2013. Hydepark. In: Ceskatelevize.cz. TV. 14.11.2013. 20:00 [online]. [cit. 13-03-2015]. Dostupné z: <http://www.ceskatelevize.cz/specialy/hydepark/14.11.2013/>

ČESKÁ TELEVIZE, 2015. Hydepark. In: Ceskatelevize.cz. TV. 14.1.2014. 20:00. [online]. [cit. 13-03-2015]. Dostupné z: <http://www.ceskatelevize.cz/specialy/hydepark/14.01.2015/>

E15, 2015. 2015: Rok ekonomického oživení – podle analytiků se probudili spotřebitelé. Zpravy.e15.cz [online]. [cit. 03-04-2015]. Dostupné z: <http://zpravy.e15.cz/domaci/ekonomika/2014-rok-ekonomickeho-oziveni-podle-analytiku-se-probudili-spotrebitele-1148705>

EUROSKOP, 2015. Kořeny a průběh krize eurozóny. Euroskop.cz [online]. [cit. 02-04-2015]. Dostupné z: <https://www.euroskop.cz/9026/sekce/koreny-a-prubeh-krize-eurozony/>

EUROSTAT, 2014. Gross domestic product at market prices. Ec.europa.eu [online]. [cit. 26-03-2015]. Dostupné z: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&plugin=1&pcode=tec00001&language=en>

EUROSTAT, 2015a. GDP and main components (output, expenditure and income). Ec.europa.eu [online]. [cit. 09-03-2015]. Dostupné z:

[http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=namq\\_10\\_gdp&lang=en](http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=namq_10_gdp&lang=en)

EUROSTAT, 2015b. Real GDP growth rate - volume Ec.europa.eu [online]. [cit. 01-04-2015].

Dostupné z:

<http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tec00115&plugin=1>

EUROSTAT, 2015c. Eurostat. Ec.europa.eu [online]. [cit. 04-04-2015]. Dostupné z:

<http://ec.europa.eu/eurostat/help/new-eurostat-website>

EUR-LEX, 2015. Consolidated version of The Treaty on Functioning of the European Union.

Eur-lex.europa.eu [online]. [cit. 08-04-2015]. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:12012E/TXT&from=EN>

FINANČNÍ NOVINY, 2014. Analytici: Intervence ČNB zabránily deflaci a pomohly exportérům. Financninoviny.cz [online]. [cit. 20-02-2015]. Dostupné z:

<http://www.financninoviny.cz/zpravy/analytici-intervence-cnb-zabranily-deflaci-a-pomohly-exporterum/1142341>

FINANČNÍ NOVINY, 2014b. Zahraniční obchod ČR skončil v říjnu v přebytku 10,2 miliardy Kč. Financninoviny.cz [online]. [cit. 26-03-2015]. Dostupné z:

<http://www.financninoviny.cz/zpravy/zahranicni-obchod-cr-skoncil-v-rijnu-v-prebytku-10-2-miliardy-kc/1156292>

FINANČNÍ NOVINY, 2015. Růst českého průmyslu v březnu zrychlil na 8,7 %.

Financninoviny.cz [online]. [cit. 23-03-2015]. Dostupné z:

[http://www.financninoviny.cz/tema/zpravy/rust-ceskeho-prumyslu-v-breznu-zrychlil-na-8-7-/1076321&id\\_seznam=1599](http://www.financninoviny.cz/tema/zpravy/rust-ceskeho-prumyslu-v-breznu-zrychlil-na-8-7-/1076321&id_seznam=1599)

HOSPODÁŘSKÁ KOMORA ČR, 2011. Hospodářská komora ČR k růstu HDP za rok 2010.

Komora.cz [online]. [cit. 02-04-2015]. Dostupné z: <http://www.komora.cz/hospodarska-komora-cr-k-rustu-hdp-za-rok-2010.aspx>

HOSPODÁŘSKÉ NOVINY, 2015. V ekonomice je nejvíce volných míst od počátku krize. Ihned.cz [online]. [cit. 23-03-2015]. Dostupné z: <http://archiv.ihned.cz/c1-63654510-v-ekonomice-je-nejvice-volnych-pracovnich-mist-od-pocatku-krize>

IDNES, 2013. Česká národní banka děsí národ zbytečně, říká ekonom Pavel Kohout. Idnes.cz [online]. MAFRA, a. s., 20.12.2013 [cit. 20-02-2015]. Dostupné z: [http://finance.idnes.cz/rozhovor-s-ekonomem-pavlem-kohoutem-o-intervenci-cnb-pd0-/viteze.aspx?c=A131217\\_115720\\_viteze\\_zuk](http://finance.idnes.cz/rozhovor-s-ekonomem-pavlem-kohoutem-o-intervenci-cnb-pd0-/viteze.aspx?c=A131217_115720_viteze_zuk)

IHNED, 2015. Hospodářské noviny. Viceguvernér ČNB Tomšík: Konec intervencí by se mohl posunout na pozdější dobu. Ihned.cz [online]. Economia, a. s., 28.1.2015 [cit. 06-03-2015]. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/c1-63450360-viceguverner-cnb-tomsik-konec-intervenci-by-se-mohl-posunout-na-pozdejsi-dobu>

Koderová, Jitka, 2014. Český finanční a účetní časopis – České zkušenosti s deflací. [online]. roč. 9, č. 4, s. 17-30. [cit. 03-04-2015]. Dostupné z: [file:///D:/\\_stahov%C3%A1n%C3%AD/420.pdf](file:///D:/_stahov%C3%A1n%C3%AD/420.pdf)

KURZY (2015). Ropa Brent – aktuální a historické ceny ropy Brent, graf vývoje ceny ropy Brent – 2 roky – měna USD. Kurzy.cz [online]. [cit. 26-03-2015]. Dostupné z: [http://www.kurzy.cz/komodity/ropa-brent-graf-vyvoje-ceny/nr\\_index.asp?A=5&idk=38&od=26.3.2013&curr=USD&default\\_curr=USD&unit=&lg=1](http://www.kurzy.cz/komodity/ropa-brent-graf-vyvoje-ceny/nr_index.asp?A=5&idk=38&od=26.3.2013&curr=USD&default_curr=USD&unit=&lg=1)

MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY, 2013. Zákon č. 227/2013 Sb. – Novela zákona o České národní bance (zákona č. 6/1993 Sb.). In: Sbírka zákonů České republiky. 2013, částka 91, s. 2138-2216. Dostupný také z: [file:///D:/\\_stahov%C3%A1n%C3%AD/Zak\\_2013-227\\_Legislativa-Sbirka-zakonu-2013-0091-Zakon-2013-227-o-CNB%20\(3\).pdf](file:///D:/_stahov%C3%A1n%C3%AD/Zak_2013-227_Legislativa-Sbirka-zakonu-2013-0091-Zakon-2013-227-o-CNB%20(3).pdf). ISSN 1211-1244

MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY, 2014. MF a ČNB doporučily termín přijetí eura prozatím nestanovovat. Mfcr.cz [online]. [cit. 09-04-2015]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/aktualne/tiskove-zpravy/2014/mf-a-cnb-doporucily-termin-prijeti-eura-19960>



PARTNERS, 2015. Pavel Kohout, ekonom a člen dozorčí rady. Partners.cz [online]. [cit. 16-03-2015]. Dostupné z: <http://www.partners.cz/cs/media/medialni-tvare/pavel-kohout-ekonom-a-reditel-pro-strategii/>

UNCTAD, 2010. World Investment Report 2010: Investing in a Low-Carbon Economy. Switzerland: United Nations, 2010. [online]. [cit. 26-03-2015]. Dostupné z: [http://unctad.org/en/Docs/wir2010\\_en.pdf](http://unctad.org/en/Docs/wir2010_en.pdf)

VLÁDA ČESKÉ REPUBLIKY, 2009a. Pavel Kohout. Vlada.cz [online]. [cit. 16-03-2015]. Dostupné z: <http://www.vlada.cz/cz/ppov/ekonomicka-rada/clenove/ing--pavel-kohout-51452/>

VLÁDA ČESKÉ REPUBLIKY, 2009b. Národní ekonomická rada vlády. Vlada.cz [online]. [cit. 16-03-2015]. Dostupné z: <http://www.vlada.cz/cz/ppov/ekonomicka-rada/narodni-ekonomicka-rada-vlady-51371/>

Zavedenieura, 2015. Maastrichtská kritéria. Zavedenieura.cz [online]. [cit. 08-04-2015]. Dostupné z: [http://www.zavedenieura.cz/cs/euro/eurozona/maastrichtska-kriteria#MaKr\\_1](http://www.zavedenieura.cz/cs/euro/eurozona/maastrichtska-kriteria#MaKr_1)

## Seznam zkratk:

CPI	Index spotřebitelských cen The Consumer Price Index
CZK	Koruna česká The Czech Crown
ČNB	Česká národní banka The Czech National Bank
ČR	Česká republika The Czech Republic
ČSÚ	Český statistický úřad The Czech Statistical Office
ČT	Česká televize The Czech Television
ECB	Evropská centrální banka The European Central Bank
EMU	Evropská měnová unie The European Monetary Union
EU	Evropská unie The European Union
ERM II	Evropský mechanismus směnných kurzů II The European Exchange Rate Mechanism II
EUR	Euro Euro

Eurostat	Evropský statistický úřad The European Statistic Office
FED	Federální rezervní systém The Federal Reserve System
GBP	Britská libra British Pound
HDP	Hrubý domácí produkt Gross Domestic Product
HICP	Harmonizovaný index spotřebitelských cen Harmonized Index of Consumer Prices
HMU	Hospodářská a měnová unie The Economic and Monetary Union
JPY	Japonský jen Japanese Yen
Kč	Koruna česká Czech Crown
MFČR	Ministerstvo financí České republiky Ministry of Finance of the Czech Republic
Mil.	Milion Million
MMF	Mezinárodní měnový fond The International Monetary Fund
Mld.	Miliarda

	Billion
NX	Čistý export
	Net exports
OPEC	Organizace zemí vyvážejících ropu
	The Organization of the Petroleum Exporting Countries
OSN	Organizace spojených národů
	The United Nations
SFEU	Smlouva o fungování Evropské unie
	The Treaty on the Functioning of the European Union
SSSR	Svaz sovětských socialistických republik
	The Soviet Union
u	Míra nezaměstnanosti
	Unemployment Rate
UNCTAD	Konference OSN o obchodu a rozvoji
	The United Nations Conference on Trade and Development
USA	Spojené státy americké
	The United States of America
USD	Americký dolar
	American Dollar
VŠE	Vysoká škola ekonomická
	The University of Economics
WB	Světová banka
	The World Bank

## Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 23.04.2015.

*Markéta Dolinová*

Markéta Dolinová

## Seznam příloh

Příloha č. 1 Životopis Miroslava Singera

Příloha č. 2 Životopis Mojmíra Hampla

Příloha č. 3 Životopis Vladimíra Tomšíka

Příloha č. 4 Životopis Kamila Janáčka

Příloha č. 5 Životopis Lubomíra Lízala

Příloha č. 6 Životopis Jiřího Rusnoka

Příloha č. 7 Životopis Pavla Řežábka

Příloha č. 8 Vývoj lombardní sazby ČNB v letech 1993–2015

Příloha č. 9 Vývoj úrokových sazeb v letech 2007–2015

Příloha č. 10 Vývoj průměrného ročního kurzu CZK/EUR v letech 2007–2015

Příloha č. 11 Vývoj průměrného ročního kurzu CZK vůči ostatním světovým měnám v letech 2013–2015

Příloha č. 12 Vývoj obchodní bilance v ČR v letech 2013–2015

Příloha č. 13 Životopis Pavla Kohouta

Příloha č. 14 Vývoj kurzu CZK/GBP v letech 2013–2015

Příloha č. 15 Prognóza inflace ČNB z roku 2013

Příloha č. 16 Prognóza inflace ČNB z roku 2015

